Börsen-Enquete-Kommission.

Stenographische Berichte.

12. bis 26. Verhandlungstag.

Seite 769 bis 1884.

Berlin, 1892.

Gedruckt in der Reichsdruckerei.

Zwölfter Verhandlungstag.

(Fünfzehnte Kommissionssitzung.)

Montag, den 13. Juni 1892.

Vorsitzender: Den Herren Sachverständigen ist sämmtlich der Fragebogen zugegangen, aus dem Sie ersehen können, was wir von Ihnen erwarten. Es bleibt Ihnen aber überlassen, sich auch außerhalb des Rahmens, den der Fragebogen bietet, sich hier vollkommen frei auszusprechen, wenngleich wir bisher im Ganzen der Reihenfolge des Fragebogens gefolgt sind. Ich beginne mit der Vernehmung eines der Herren und es bleibt den übrigen dann überlassen, sich auf die Antwort des vorher vernommenen Sachverständigen zu beziehen oder ihrerseits selbstständige Ausführungen zu machen. Wir haben im Allgemeinen daran festgehalten, uns auf das Fondsgeschäft, auf das Effektengeschäft zu beschränken und das Waarengeschäft späterer Vernehmung zu überlassen. Die Herren, die bisher vorgeladen waren, waren solche, die ihre Erfahrungen sämmtlich auf dem Gebiete des Effektenwesens gesammelt hatten.

Ich bitte — Herr von Wallenberg Pachaly aus Breslau sitzt an der Spitze — sich zunächst über Punkt 1 zu äußern. Sie haben gesehen, es handelt sich da um die Zulassung von Werthpapieren zum Handel an der Börse. Vielleicht sind Ihnen die Berliner Bestimmungen bekannt. Die Frage geht nämlich von Berliner Verhältnissen aus. Man unterscheidet hier den offiziellen Handel und den Privathandel. Bei der Frage der Zulassung kann nur der sogenannte offizielle Handel in Betracht kommen, also zunächst die Erlaubniß für die Makler, in gewissen Papieren und Waaren zu handeln, und weiter die Erlaubniß, daß solche Papiere in den offiziellen Kurszettel aufgenommen werden. Es bestehen nun über diese Frage für die Berliner Börse gewisse leitende Gesichtspunkte, und es fragt sich, ob sich das, was hier als Regel besteht, bewährt hat oder ob Verbesserungen nach der einen oder der anderen Richtung, wie sie hier angeregt sind, vorzunehmen sein möchten.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich hätte dem nichts hinzuzufügen. Ich möchte nur vielleicht in Anregung bringen, daß, wenn Papiere zur Notiz zugelassen sind, auch die Möglichkeit geschaffen wird, sie vielleicht wieder von der Notiz zu streichen. Nach meiner Ansicht werden sehr viele Papiere notirt, die mit der Zeit sich überlebt haben. Ich möchte also anregen, daß man vielleicht, um das Spiel mehr zu verhindern, diejenigen Papiere, in denen sich das Spiel mehr herausgebildet hat, die hauptsächlich als Spielpapiere benutzt werden, zeitweise von der Notiz ausschließen könnte.

Vorsitzender: Wer sollte nach Ihrer Meinung berechtigt sein, das anzuregen oder zu beantragen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Die Börsenkommission oder die Börsenältesten, die die Berechtigung haben, die Papiere einzuführen, könnten ebenso gut das Recht haben, sie von der Notiz zu streichen.

Vorsitzender: Von Amtswegen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Von Amtswegen, ja.

Vorsitzender: Die Voraussetzungen würden aber doch etwas mehr zu präzisiren sein. Also erstens meinen Sie, wenn ein Papier nicht mehr Gegenstand des Handels ist —

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly** (einfallend): Ich meine, daß Papiere, die Jahre lang nicht mehr gehandelt werden, von der Bildfläche, also vom Kurszettel verschwinden sollten. Zweitens giebt es Papiere, die sich mit der Zeit als Spielpapiere herausgebildet haben, und da meine ich, daß man das Spiel dadurch verhindern könnte, daß eben diese Papiere von der Notiz ausgeschlossen werden. Drittens stellt sich heraus, daß Papiere herausgegeben worden sind, wo die Objekte nachher nicht den Charakter tragen, den man ursprünglich annahm, wo es sich also zeigt, daß es sich um schwindelhafte Unternehmungen handelt. Auch daß sollte man berechtigt sein, diese Papiere wieder von der Notiz auszuschließen.

Vorsitzender: Sie meinen, in der Beziehung müßte die Kommission ein sehr weitgehendes Ermessen walten lassen. Das sind allerdings mehr oder weniger elastische Voraussetzungen. Hinsichtlich der Spielpapiere wird es schwer sein, in dieser Beziehung einen Unterschied zu machen. Es kann ja an sich ein ganz solides Papier, das zur Durchführung ganz solider Geschäfte dient, nebenbei auch zum Gegenstand von Börsenspiel gemacht werden. Sollte das nun dessenungeachtet gestrichen werden?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, das könnte vielleicht der Kommission überlassen bleiben. Also sie kann es streichen, sie kann es auch belassen. Aber es soll eben auch die Möglichkeit geschaffen werden, ein Papier einmal zeitweise vom Kurszettel zu entfernen.

Vorsitzender: Also dafür würden Sie sich aussprechen? Angeregt ist die Frage früher auch schon, inwiefern ein Papier vom offiziellen Handel zu entfernen wäre; wir sind aber bisher zu festen Kriterien nicht gelangt.

Sachv. **Kämpf:** Darf ich eine Bemerkung dazu machen? Ich bin der Meinung, daß man ein Papier von der offiziellen Liste streichen kann, aber doch nur dann, wenn keine Geschäfte mehr in dem Papier gemacht werden. Wir haben z. B. wiederholt Ausgaben von Stadtanleihen zum Betrage von 1 oder 1½ Millionen Mark gehabt. Da finden nur so lange Umsätze an der Börse statt, als Papiere noch aus der ersten Hand in die späteren Hände übergehen. Nachher — wie wir sagen — verkrümelt sich so ein Papier, es finden Jahre lang keine Umsätze statt; dann wird das Papier gestrichen.

Vorsitzender: Das ist also jetzt schon in Uebung?

Sachv. **Kämpf:** Das ist in Uebung. Wir haben wiederholt eine ganze Reihe von Papieren gestrichen, in denen keine Geschäfte stattfanden.

Vorsitzender: In den Bestimmungen findet sich darüber nichts.

Sachv. **Kämpf:** Nein. Die leitenden Gesichtspunkte haben nichts mit der Streichung zu thun, sondern nur mit der Zulassung.

Vorsitzender: Wie denken Sie nun aber in dem Falle, daß Papiere zum Gegenstand des Börsenspiels gemacht werden?

Sachv. **Kämpf:** Ja, da bin ich der Meinung: dafür kann das Papier nichts. Dafür können nur die Leute, die

darin spielen, und wenn man die von der Börse entfernen könnte, so wäre das sehr gut. Aber die große Mehrzahl der Besitzer dadurch zu schädigen, daß man ihnen die Notiz nimmt, dazu scheint mir keine Veranlassung.

Vorsitzender (zum Sachv. Dr. von Wilmowski): Wollen Sie sich darüber äußern?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich habe darüber keine speziellen Erfahrungen. Ich habe meinerseits gefunden, soweit ich aus Prozessen Erfahrungen habe, daß ein Bedürfniß zu Aenderungen in dieser Beziehung nicht vorliegt.

Sachv. **van Guaita:** Ich möchte nur erwähnen, daß ich nicht recht erkennen kann, wo die Merkmale lägen, wodurch sich ein Papier als Spielpapier besonders kennzeichnet, und daß in diesem Fall wegen der Schwierigkeit, die Merkmale zu finden, wir nicht ein allgemeines Verbot erlassen könnten oder erlassen sollten, daß ein spezielles Papier also die Merkmale besitzt und für die Zukunft ausgeschlossen sei. Ich bin auch nur der Anschauung, daß vielleicht ein Papier von der Notiz ausgeschlossen werden soll — ich spreche von der Ultimonotirung, namentlich von der Terminlieferung — für den Fall, daß überhaupt kein Geschäft mehr in dem Papier vorkommt oder so unbedeutende Geschäfte nur noch vorkommen, daß es überflüssig erscheint, ein solches Papier noch zur Notirung zu bringen.

Vorsitzender: Glauben Sie aber, daß das klar zu stellen wäre? Werden in Frankfurt z. B. solche Papiere auch von der Notiz entfernt, in denen gar kein Geschäft mehr stattfindet?

Sachv. **van Guaita:** Nach meinen Erinnerungen ist mir nicht gegenwärtig, daß wir Papiere ausgeschieden haben. Ich habe das Verzeichniß auch hier unter meinen Papieren, welche Papiere per ultimo gehandelt werden, und es ist mir bekannt, daß einige davon allerdings sehr wenig gehandelt werden, namentlich die Aktien.

Vorsitzender: Es ist immerhin ein Uebelstand, wenn der Kurszettel mit einer Reihe von Papieren angefüllt ist, die gar keine praktische Bedeutung mehr haben, in denen gar nicht mehr gehandelt wird. Es scheint sich zu empfehlen, daß sie definitiv weggelassen werden?

Sachv. **von Guaita:** Es könnte angestrebt werden und es dürfte auch leicht zu erreichen sein, daß dieselbe Behörde, die die Zulassung ertheilt hat, die Papiere wieder streicht, wenn wirklich kein Geschäft mehr vorhanden ist.

Vorsitzender: Auf Anregung?

Sachv. **von Guaita:** Auf Anregung.

Sachv. **Baer:** Ich muß Herrn Stadtrath Kämpf darin beipflichten, daß man nur die Papiere streicht, in denen absolut und dauernd kein Umsatz mehr stattfindet; denn sonst wird der Besitzer geschädigt, er bekommt keine Notiz mehr, er ist vollständig vogelfrei, um mich so auszudrücken, und wenn ein Papier, das an der Börse existirt, auch im Augenblick nicht gehandelt wird, so ist deshalb doch nicht gesagt, daß es aus der Kursliste zu streichen ist, weil ja leicht wieder Umsätze darin vorkommen können.

Die Bedingungen über die Zulassung von Effekten bei Emissionen an der Frankfurter Börse werden gerade so gehandhabt wie hier, und ich muß doch sagen, daß sich im großen Ganzen diese Bedingungen insofern bewährt haben, als sie doch das Essentielle des Papiers, das Sachliche zur Beurtheilung eines Papieres, das an die Börse gebracht wird, fast ganz enthalten — ich müßte eigentlich das Wort „fast" auslassen, denn ich wüßte nicht, was weiter noch gesagt werden sollte.

Vorsitzender: Darüber haben wir noch nicht verhandelt. Wir haben speziell die Frage der Streichung erörtert.

Sachv. **Baer:** Darauf kann ich erwidern, daß in Frankfurt auch in einzelnen Effekten sehr wenig oder gar kein Umsatz stattfindet, und daß das, wie der Herr Präsident bemerkte, schließlich nur Ballast ist und keinen Zweck hat. Es ist mir aber aus meiner Praxis nicht bekannt, daß solche Sachen gestrichen werden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Da von der Wiederstreichung einer Notiz die Rede ist, möchte ich den Herrn Sachverständigen Kämpf fragen, ob er nicht auch der Ansicht ist, daß man in dieser Beziehung jedenfalls mit der alleräußersten Vorsicht wird vorgehen müssen. Der Herr Stadtrath Kämpf hat z. B. auf Stadtanleihen exemplifizirt, in denen sehr häufig die Umsätze sehr gering wären. Das sind aber gerade die allersolidesten Papiere, und ich gebe zu, die Umsätze können leicht gering werden; aber diejenigen, welche die Papiere behalten haben, würden Sie doch dadurch schädigen, daß sie die Notiz streichen und sie dadurch der Möglichkeit berauben, die Papiere kulant wieder zu verkaufen. Ich mache nochmals darauf aufmerksam: es sind wahrscheinlich gerade die allersolidesten Papiere, deren Besitzer dadurch getroffen würden. Es wäre also doch gewiß die Ansicht des Herrn Stadtrath Kämpf, daß man bei Streichung der Notiz jedenfalls sehr vorsichtig sein müßte.

Vorsitzender: Wir können nun wohl wieder auf die Frage der Zulassung zurückkommen und die Frage der Wiederstreichung als erledigt ansehen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte Herrn von Wallenberg fragen, ob ich ihn richtig dahin verstanden habe, daß er die Streichung von Papieren aus dem Kurszettel vorzugsweise aus dem Grunde befürwortet, um gewissermaßen abschreckend zu wirken, um zu verhindern, daß Papiere zu Spielpapieren gemacht werden, weil, wenn eine derartige Bestimmung in der Börsenordnung sich befindet, anzunehmen ist, daß man weniger geneigt wäre, solche Spieloperationen zu machen, in der Befürchtung, dann die Börsenorgane zu einer Streichung der Notiz zu veranlassen.

Zweitens wollte ich fragen, ob in den Fällen, in denen sich hinterher herausstellt, daß eine Gründung absolut unsolide gewesen ist, — ich erinnere an Gubener Hutfabrik Bock, an Patent Seel und an Andere — nicht eine Streichung der Notiz durchaus gerechtfertigt wäre?

Vorsitzender: Wollen Sie sich, Herr von Wallenberg, darüber aussprechen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, was die erste Frage anlangt, so lag es auch in meiner Absicht, zu verhindern, daß besonders das Aktienunwesen oder die Aktienspekulation genährt würde, und dies ist dadurch zu erreichen, daß es der Börsenkommission überlassen wäre, ein Papier von der Börsennotiz zeitweise zu entfernen.

Ueber die zweite Frage bin ich nicht genügend orientirt, um darauf antworten zu können. Ich lege der Notiz an der Börse überhaupt gar keinen so großen Werth bei, weil ich sage: auch das Papier, das nicht notirt ist, behält immer seinen Werth.

Vorsitzender: Es findet freilich neben dem offiziellen Handel auch immer ein Privathandel statt, für den ebenfalls Notirungen in Privatkurszetteln möglich sind. Es handelt sich hier aber um die offizielle Notiz.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein, es handelt sich um viele Papiere, die überhaupt nicht an der Börse eingeführt sind; die behalten doch immer ihren Werth. Z. B. Giesche Antheile, ein Papier, das in Schlesien sehr vielfach geht, behält doch immer seinen Werth, wird auch immer gehandelt. Die Taxe ist nicht so sehr schwierig.

Vorsitzender: Wir werden auf die Frage der Zulassung noch zurückkommen. Der Gedanke der leitenden Gesichtspunkte ist der, daß die Verhältnisse eines Papiers, ehe es überhaupt an die Börse kommt, möglichst offengelegt werden sollen, und Jedermann darüber zu urtheilen im Stande ist. Demungeachtet ist hier vielfach der Vorwurf erhoben worden, daß dns nicht immer erreicht wird, und daß sich eine Menge Papiere in den Handel eingeschlichen haben, deren Ankauf nachher zu Schäden geführt hat. Es sind nun in verschiedenen Richtungen Verbesserungsvorschläge gemacht, wie sie hier unter a und den folgenden Buchstnben aufgeführt sind. Wie denken Sie darüber und halten Sie eine Verbesserung der bestehenden Bestimmungen für nöthig und nützlich?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich kenne diese Bestimmungen zu wenig, um mich darüber auszusprechen.

Vorsitzender: Es muß ein Prospekt eingereicht werden, worin alles enthalten ist, was zur Beurtheilung des Papiers dienen kann.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich halte die bestehenden Bestimmungen für ganz zweckmäßig.

Vorsitzender: Besteht in Breslau auch etwas Aehnliches?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, und wir gehen bei der Einführung von neuen Papieren ziemlich rigoros vor.

Vorsitzender: Es ist nun hier gefragt, ob etwa eine Mitwirkung staatlicher Behörden bei der Zulassung eintreten soll.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das würde ich nicht für zweckmäßig halten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Herr von Wallenberg sagte: wir gehen in Breslau ziemlich rigoros vor. Ich weiß nicht, ob er damit hat ausdrücken wollen, daß in Breslau ein anderes Verfahren besteht als in Berlin. In Berlin wird jedes Papier — ich glaube, im Ganzen sind in vielen Jahren zwei oder drei Ausnahmen vorgekommen — zur Kursnotirung zugelassen. Ich möchte also fragen, ob in Breslau nach der Richtung hin andere Grundsätze bestehen, beziehungsweise bitte ich den Herrn Sachverständigen zu erläutern, was er mit den Worten hat sagen wollen: „wir gehen in Breslau sehr rigoros vor?"

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ein Papier, das eingeführt werden soll, wird doch eine Zeit lang vorher schon privatim gehandelt, und ehe es zur Notiz zugelassen wird, muß sich ein regelmäßiger Handel herausgestellt haben, das Papier muß innerhald vier bis sechs Wochen dauernd gehandelt sein, dann wird es erst eingeführt. Das bezieht sich auf die Fondspapiere, und was die Aktienpapiere nnlangt, so prüfen wir eben die Sache, und wenn wir glauben, daß es den Interessen der Provinz entspricht, dann führen wir ein solches Papier ein; sonst lehnen wir die Aufnahme in den Kurszettel ab.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es scheinen mir also, wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstehe, in Breslau von Berlin ganz abweichende Grundsätze zu bestehen, indem eine Prüfung nach der Richtung hin in Breslnu eintritt, ob das Aktienunternehmen für die Provinz, beziehungsweise für die wirthschaftlichen Interessen des Bezirkes von Nutzen ist. Eine derartige Prüfung findet in Berlin nicht statt, in Frankfurt am Main auch nicht.

Vorsitzender: Die Bestimmung besteht in Breslau nicht. Es ist nur Sache der Praxis.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Es liegt vollständig in der Hand der Börsenkommission, ein Papier einzuführen oder nicht, und da wird ziemlich vorsichtig die Sache geprüft.

Freiherr **von Huene:** Meine Frage geht eben dahin, ob in Breslau die Bonität des Papiers geprüft wird. Wir haben erfahren, daß in Berlin diese Prüfung der Bonität nicht stattfindet, nur eine Prüfung darüber, ob gewisse Voraussetzungen mehr formaler Natur erfüllt sind. In Breslau scheint aber eine Art Bonitätsprüfung stattzufinden.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das ist wohl nicht gut möglich, eine Bonitätsprüfung vorzunehmen; aber wir prüfen gewissenhaft das Objekt. Wir hatten z. B. letzthin eine Möbelfabrik, die hielten wir von vornherein für unreell, und die Sache wurde nicht angenommen. Es wurde der Antrag gestellt, wir sollten notiren, und es wurde nicht notirt.

Vorsitzender: Das würde weiter gehen als in Berlin. Sie halten das für praktisch?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich halte das entschieden für praktisch.

Vorsitzender: Wird davon öfter Gebrauch gemacht?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Gewiß — (nach kurzem Besinnen) na, es kommt ja bei uns nicht so sehr häufig vor, wir haben einen ganz kleinen Kurszettel.

Vorsitzender: Geben Sie in solchen Fällen die Gründe für solche Zurückweisung an?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein.

Vorsitzender: Es wird nur ausgesprochen: es wird abgelehnt?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Es wäre keine Nothwendigkeit, ein solches Papier zu notiren.

Senator Dr. **Witte:** Meine Herren, mir scheint es vor allen Dingen darauf anzukommen, daß hier Ausführungen gemacht werden, welche denen, die mit den Verhältnissen nicht genau bekannt sind, Veranlassung zu geradezu unrichtigen Schlüssen geben. Wir hören eben: in Breslau findet eine besondere Prüfung der Papiere statt, die zur Zulassung angemeldet sind, und es finden häufige Zurückweisungen statt. Dazu ist bemerkt worden: Wenn dies so sei, dann würde in Breslau ganz anders verfahren wie in Berlin; in Berlin finde zwar auch eine Prüfung statt, aber Zurückweisungen kämen so gut wie gar nicht vor.

Wenn man nun bloß das hört, so sollte man in der That zu dem Schlusse kommen: In Breslau wird ganz anders gehandelt wie in Berlin, und namentlich würde man zu dem Schlusse kommen müssen: In Berlin wird also leichtfertig — um diesen Ausdruck zu gebrauchen — gehandelt. Das ist nach meiner Meinung in den Auseinandersetzungen gar nicht dargelegt. Denn es kommt darauf an, unter welchen Bedingungen und in welcher Weise an den verschiedenen Plätzen die Anmeldung der zur Zulassung bestimmten Papiere geschieht, und da wir nun in Berlin es mit einem Börsenplatze ersten Ranges zu thun haben, so nehme ich an, daß diejenigen, welche hier Papiere zur Zulassung und zur Notirung anmelden, ganz genau mit den Bedingungen vertraut sind, unter denen sie die Zulassung zu gewärtigen haben, und daß deshalb, weil diese Leute das genau wissen, im Wesentlichen und Großen hier nur Anmeldungen stattfinden, von denen die Leute wissen, daß sie die naturgemäß an sie zu stellenden Bedingungen auch erfüllen, und so also geschieht doch in Berlin genau dasselbe wie in Breslau, nur daß man bei dem ganzen großen Geschäft hier in anderer Weise vorgeht wie in Breslau und deshalb scheinbar auch zu etwas anderen Resultaten gelangt. Ich will dies hier nur konstatirt haben, damit nicht nach meiner Meinung ganz falsche Schlüsse gezogen werden, und wir haben hier auch durchaus sachverständige Herren aus Berlin, welche sich nach meiner Meinung in dieser Beziehung ebenso aussprechen müssen.

Vorsitzender: Eine Frage wollen Sie nicht stellen, Herr Senator?

(Senator Dr. Witte: Nein!)

Herr von Wallenberg, wollen Sie darauf etwas erwidern? Ich glaube, den Vorwurf haben Sie den Berliner Herren nicht machen wollen, daß sie leichtfertig verfahren?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich habe bloß von den Breslauer Verhältnissen gesprochen. Die Berliner kenne ich nicht. Das mag auch in Berlin vorgekommen sein, daß, wenn etwas vorgelegt wird, was dem Börsenkommissar nicht gut scheint, es auch vielleicht zurückgewiesen wird, daß also nicht allein geprüft wird, ob juristisch Alles vollkommen richtig ist, sondern auch auf die Bonität der Sache eingegangen wird.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich will hier auf das Berliner Verfahren nicht ausführlich eingehen; ich glaube, es ist hier nicht der Ort dazu. Wenn Herr Kollege Witte bei den früheren Verhandlungen zugegen gewesen wäre, so würde er, glaube ich, diese Feststellung nicht gemacht haben, die er eben gemacht hat.

Ich sehe mich aber doch genöthigt, mich gegen die gemachte Feststellung zu erklären: Das Berliner Verfahren besteht darin, daß nur in formeller Beziehung der Prospekt geprüft wird, ob darin alle Angaben enthalten sind, die zur Beurtheilung des Unternehmens für das Publikum wünschenswerth und nothwendig sind. Die Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft enthalten sich — das ist hier wiederholt festgestellt worden — nicht aus Leichtfertigkeit, sondern aus Prinzip einer jeden sachlichen Prüfung und genehmigen auch dann die Einführung von Effekten, wenn sie selbst Zweifel an deren Bonität haben. Dem gegenüber haben wir hier von dem Herrn Sachverständigen aus Breslau gehört, daß dort ein ganz abweichendes Verfahren besteht. Dort wird geprüft, ob die Zulassung in dem einzelnen Falle dem allgemeinen Interesse entspricht, ob z. B. die Zulassung der Aktien einer bestimmten Möbelfabrik ein Bedürfniß ist. Also es wird dort nicht nur die formelle Seite des Prospektes geprüft, es wird nicht nur geprüft, ob in dem Prospekt über die Möbelfabrik alle Angaben enthalten sind, die das Publikum in die Lage setzen, die Bonität dieses Unternehmens zu prüfen, sondern die Handelsorgane in Breslau treten selbst in eine Prüfung der wirthschaftlichen Berechtigung eines Aktienunternehmens ein und verweigern die Zulassung der Notiz, wenn kein Bedürfniß vorliegt. Das Berliner Verfahren ist also aus prinzipiellen Gründen, und nicht aus Leichtfertigkeit oder aus anderen Ursachen ein hiervon völlig abweichendes.

Freiherr **von Huene:** Ich möchte zunächst auch konstatiren, daß das, was Herr Senator Dr. Witte uns vorgetragen hat, nach den Erfahrungen, die wir bis jetzt gemacht haben, doch nicht zutreffend ist. Aber ich glaube, daß es ja nicht unsere Aufgabe ist, uns unter einander aufzuklären. Das werden wir ja in den späteren Stadien unserer Arbeit zu thun haben.

Ich möchte den Herrn Sachverständigen von Wallenberg fragen, ob er nicht der Ansicht ist, daß dies Verfahren, das in Breslau geübt wird, bloß an kleineren Börsen ausgeführt werden kann, wo es sich um lokale Werthe handelt, die man in der That auch nach ihrer Bonität einigermaßen übersehen kann, so daß man also, wenn da ein Schwindel zu Grunde liegt, auch davon überzeugt sein kann, während es in Berlin vielleicht schwerer ist, die Dinge zu prüfen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich kenne die Verhältnisse in Berlin nicht; ich weiß nicht, ob das hier möglich ist oder nicht möglich ist.

Vorsitzender: Der Gedanke ist hier ja oft ausgesprochen worden: dem Publikum soll nach den leitenden Gesichtspunkten

nur die Möglichkeit gegeben werden, sich selbst ein Urtheil zu bilden, es sollen alle Verhältnisse, die das Papier betreffen, offengelegt werden. Nichtsdestoweniger kann auch die Ausschließung eines Papiers aus inneren, nicht zur Mittheilung geeigneten Gründen erfolgen. Indeß ist das freilich ein von dem Breslauer etwas abweichender Standpunkt, wie Sie ihn dargelegt haben.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es wäre ja natürlich sehr interessant, unter diesen Umständen von Herrn von Wallenberg zu hören, wie oft derartige Zurückweisungen erfolgt sind und auf was für Unternehmungen sich diese Zurückweisungen bezogen haben, auch in Betreff der Höhe des in Betracht kommenden Kapitals. Das entspricht ungefähr demjenigen, was Herr von Huene angeführt hat, und der Sinn der Frage des Herrn von Huene deckt sich mit derjenigen, welche ich anrege. Ich weiß nicht, ob Herr von Wallenberg uns darüber vielleicht Mittheilungen machen kann.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein, ich habe mir keine Zusammenstellung gemacht und die Sache nur so hinstellen wollen. Wenn eine Aktiengesellschaft eingeführt werden soll, so wird die Sache geprüft, und liegt kein Bedürfniß vor, so wird das nicht zugelassen.

(Zuruf: Wie hoch war das Kapital?)

Das war also 1 Million. Bei uns kommt eine größere Aktiengesellschaft nicht vor, als vielleicht 1 bis 2 Millionen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Sie sind also doch der Ansicht, daß es sich in solchen Fällen nur um verhältnißmäßig geringe Kapitalien handeln könne, oder sind Ihnen noch der Erinnerung auch andere Fälle bekannt?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein, diese Fälle kommen so häufig nicht vor. Es handelte sich in dem speziellen Falle um den Betrag von 1 Million.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es handelte sich also um Unternehmungen, die ausnahmslos hier an der Berliner Börse zugelassen sind, um Unternehmungen von etwa 1 bis 2 Millionen Mark!

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** In diesem speziellen Falle war es 1 Million Mark.

Vorsitzender: Es bestehen jedenfalls gemeinsame Bestimmungen bei den deutschen Börsen in dieser Beziehung hinsichtlich der Zulassung nicht. Man könnte immer auf die Idee kommen, daß gewisse Verschärfungen und Verbesserungen möglich wären. Nun sind hier verschiedene Vorschläge zu Nummer 1 gemacht, die Sie wohl durchgelesen haben. Würden Sie nicht die eine oder die andere für geeignet halten? Selbst in Breslau ist doch über das Verfahren, das stattfinden soll, nichts vorgeschrieben, und man könnte der Ansicht sein, daß eine oder die andere dieser Garantien zu geben sei, damit nichts Ungeeignetes zugelassen wird.

Gegen die staatliche Mitwirkung haben Sie sich schon erklärt. Würden Sie nun für die Vorschrift sein, daß ein Mindestbetrag der einzelnen Stücke für die Zulassung ausländischer Papiere zum Handel und zur Kursnotirung gefordert wird, und daß für Aktien der Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht wird?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein.

Vorsitzender: Dann kommt in Frage, ob die Verträge beigelegt werden sollen über die Uebernahme gewisser Gegenstände bei Gründungen. Es ist angeregt worden, daß auch der Revisionsbericht beigefügt und sogar bei dem Prospekt veröffentlicht werden soll.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein.

Vorsitzender: Dann, ob die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Hierüber kann ich nichts sagen; das ist eine Spezialität.

Dr. **Boisselier:** Ich weiß nicht, ob ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe. Wenn das der Fall ist, so scheint mir aus seinen Aeußerungen hervorzugehen, daß der Herr Sachverständige eine materielle Prüfung der Bonität vor der Zulassung nicht für wünschenswerth hält. Nun hat der Herr Sachverständige uns erzählt, daß thatsächlich in Breslau prinzipiell dies Verfahren angewendet wird, daß alle Papiere seitens der dazu berufenen Herren vorsichtig auf die materielle Bonität geprüft werden, und wahrscheinlich wird man auch in den Kreisen, die mit der Breslauer Börse in Berührung kommen, damit Bescheid wissen, daß thatsächlich eine Prüfung eintritt.

Ich möchte den Herrn Sachverständigen nun einmal danach fragen, ob er es nicht für sehr gefährlich hält, daß in dieser Weise die Sachverständigenkommission sagt: Ich lasse ein Papier nur nach einer materiellen Prüfung zu, ob es nicht auch sehr gefährlich ist nach Meinung des Herrn Sachverständigen, daß damit mit der Zulassung des Papiers zur Notiz seitens der Sachverständigenkommission die Bonität mehr oder weniger bescheinigt wird. Ich bin heute zum ersten Mal hier, ich weiß nicht, ob das schon zur Sprache gekommen ist. Das ist ein Gesichtspunkt, der mir außerordentlich zweifelhaft ist.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Es liegt ja eine gewisse Gefahr darin. Aber immerhin ist es räthlich, daß eine gewisse Vorsicht geübt wird, und daß nicht jedes Papier zur Notiz zugelassen wird.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte nur eine Anfrage zu meiner Belehrung stellen. Auch die Berliner Sachverständigen haben erklärt, daß sie sich für befugt und verpflichtet halten, schwindelhafte, verdächtige Papiere nicht zuzulassen, und ich möchte nun fragen, ob nicht diese ganz scheinbare Differenz bloß auf der Stärke des Ausdruckes beruht. Wir haben doch Herrn Geheimrath Heimann aus Breslau gehört, und der würde uns doch wohl gesagt haben, daß in dieser Beziehung in Breslau ein prinzipiell direkt abweichendes Verfahren gelte.

Ich möchte also fragen, ob die Herren Sachverständigen nicht doch auch bloß sagen wollen, daß sie sich für befugt erachten, Dinge, in die sie das absoluteste Mißtrauen setzen, zu verwerfen, und dann wäre kein Widerspruch vorhanden.

Vorsitzender: Wollen Sie darauf noch etwas erwidern?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** In diesem Sinne habe ich es auch bloß gemeint, daß es sich also um Aktiengesellschaften handelt, von denen wir von vornherein voraussetzen: sie sind nicht werth, notirt zu werden; also sie sind nicht direkt schwindelhaft, aber sie würden keinen wirthschaftlichen Nutzen bringen.

Professor Dr. **Cohn:** Ich wollte nur den Herrn Sachverständigen fragen, ob Sie vielleicht ungefähr ziffermäßig uns sagen können, in welchem Verhältniß die Zahl der Zurückweisungen zu den Bewerbungen steht.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** An der Breslauer Börse kommen vielleicht im Jahre zwei bis drei Bewerbungen vor, — (nach kurzer Pause) nein, doch nicht, vielleicht in drei Jahren zwei oder drei.

Vorsitzender: Wir können dann wohl zu Herrn Stadtrath Kämpf übergehen. Wollen Sie (zum Sachv. Kämpf) die Güte haben, sich über die spezielle Frage zu 1 zu äußern, also ob

die hiesigen Grundsätze sich bewährt haben, und wie sie in ihrer Bedeutung aufzufassen sind? Es ist eben die Frage aufgeworfen, ob hier diejenigen, welche zu entscheiden haben, sich auch für berechtigt halten, aus Mißtrauen gegen ein Papier es zurückzuweisen.

Sachv. **Kämpf:** In dieser Beziehung möchte ich doch zunächst einmal darauf aufmerksam machen, daß sich die Einführung des Papieres in eine Reihe von Stadien zertheilt, die von einander getrennt gehalten werden müssen.

Vorsitzender: Sie sind Mitglied der Kommission, nicht wahr?

Sachv. **Kämpf:** Ich bin sogar Vorsitzender der Kommission. Zunächst handelt es sich darum: Die Papiere zum Handel an der Börse zuzulassen, das heißt: den vereideten Maklern zu gestatten, darin Geschäfte zu machen. Neben dem Handel der vereideten Makler geht ein Handel, der auch von Seiten der nicht vereideten Makler stattfinden kann. Auf letzteren hat das Börsenkommissariat gar keinen Einfluß.

Das zweite Stadium ist das: Wann wird das Papier, das nun zum Handel durch die vereideten Makler zugelassen ist, offiziell notirt? und daneben gehen auch wieder die nicht offiziellen Kursberichte.

Nun meine ich, wenn eine zu große Strenge bei der Zulassung der Papiere zum Handel durch die vereideten Makler stattfindet, dann wird sich das Geschäft auf die nicht vereideten Makler werfen, dann werden die Papiere in den nicht offiziellen Kursberichten notirt werden, und dann wird dem Börsenkommissariat, der Börsenbehörde überhaupt, jede Einwirkung auf den Handel entzogen, dann wird jede Möglichkeit genommen, die Geschäfte, die an der Börse gemacht werden, zu kontroliren. Wenn also beliebt werden sollte, ein Gesetz einzuführen, wonach mit drakonischer Strenge die Papiere von dem Handel durch die vereideten Makler ausgeschlossen werden, so wird sich das Geschäft an die nicht vereideten Makler wenden, und dann werden Sie alle die Papiere, die Sie von der Börse ausschließen wollen, dennoch an der Börse haben, und Sie werden sie handeln sehen durch die unvereideten Makler und notirt sehen in allen Zeitungen. Dieser Zustand ist meiner Ansicht nach viel schlimmer wie der Zustand, daß einmal drei oder vier oder selbst zehn Papiere, die sich nicht als solide herausgestellt haben, dennoch durch die vereideten Makler gehandelt und selbst in dem offiziellen Kursbericht notirt werden. Auf diesen offiziellen Kursbericht ist überhaupt gar nicht der große Werth zu legen. Denn neben dem offiziellen Kursbericht erscheint eine große Anzahl von nicht offiziellen Kursberichten, die gerade vom Publikum gelesen werden, während der offizielle Kursbericht eigentlich nur von den Bankiers benutzt wird. Ich glaube nicht, daß es einen Privatmann oder wenigstens viele Privatleute giebt, die von der Existenz des offiziellen Kursberichtes überhaupt eine Kenntniß haben, noch viel wenigere werden den offiziellen Kursbericht jemals zu Gesichte bekommen haben.

Was nun die Frage anlangt, ob sich das bisherige Verfahren bewährt hat, so muß ich sagen: im Allgemeinen ja. Daß dadurch nicht unsolide Papiere durchaus von der Börse entfernt gehalten werden können, ist selbstverständlich. Ich glaube auch nicht, daß, selbst wenn Sie einen Staatskommissar anstellen, ein Modus gefunden werden wird, welcher es ermöglicht, daß jedes unsolide Papier von der Börse fern bleibt. Denn vorher zu beurtheilen, ob das Papier künftig einmal gut oder schlecht sein wird, ist in den meisten Fällen außerordentlich schwierig. Das hängt von später eintretenden Konjunkturen ab, von Verhältnissen, die sich in dem Augenblick, wo das Papier an die Börse kommt, nicht beurtheilen lassen.

Die Frage, wie oft es etwa in Berlin vorgekommen ist, daß Papiere ohne Angabe von Gründen nicht zum Handel

zugelassen worden sind, ist allerdings sehr schwer zu beantworten. Die Fälle sind nicht ganz so selten, wie angenommen wird, nur wird es nicht offiziell ausgesprochen. Es ist wiederholt vorgekommen, daß wir den Antragstellern gesagt haben: zieht doch die Sache lieber zurück, ihr habt Schwierigkeiten damit aus den und den Gründen, und sie haben dann zurückgezogen. Es ist mir ein Fall in Erinnerung, wo eine Terraingesellschaft gegründet werden sollte, und da hatte der betreffende Inferent der Grundstücke dieselben im Subhastationstermin erstanden, nehmen Sie einmal an, für 1 Million Mark, und hatte sie acht Tage nachher für 2 Millionen Mark in die Gesellschaft eingeworfen. Da hat alle Welt geschrieen: das ist Schwindel, das dürfen wir nicht zulassen, und was hat sich herausgestellt? Es ist das eins der besten Geschäfte geworden, und das Publikum, das sich die Aktien gekauft hätte, würde einen sehr großen Nutzen erzielt haben. Nichtsdestoweniger hat damals das Börsenkommissariat — es mag dahingestellt bleiben, ob mit Recht oder Unrecht — den Antrag abgewiesen. Man hat sich gesagt: so etwas eignet sich nicht für die Börse. Thatsächlich ist ein vorzügliches Geschäft daraus geworden.

Vorsitzender: Das wäre ja der Standpunkt, den die Herren in Breslau verfolgen, daß sie Papiere, die sie für schwindelhaft halten, ablehnen.

Sachv. **Kämpf:** Ja, aber die Verantwortung dafür zu übernehmen, halte ich für sehr gefährlich.

Vorsitzender: Sie sagen aber, es wäre vorgekommen.

Sachv. **Kämpf:** Ja, dieses Falles entsinne ich mich ganz genau. Ich entsinne mich auch mehrerer anderer Fälle, wo wir den Antragstellern gesagt haben: laßt es doch, es entstehen Schwierigkeiten, nehmt den Antrag zurück, und sie haben ihn zurückgenommen. Aber, wie gesagt, im Verhältniß zu der großen Masse von Papieren, die an die Berliner Börse gekommen sind, ist die Zahl derjenigen, die zurückgewiesen oder nach den Vorhaltungen zurückgezogen sind, gering.

Vorsitzender: Im Ganzen halten Sie sich an die Erfüllung der formalen Bedingungen der leitenden Gesichtspunkte. Also es muß ein Prospekt beigegeben werden, der Alles enthält, was zur Prüfung erforderlich ist?

Sachv. **Kämpf:** Diese leitenden Gesichtspunkte sind aber keine Normativbestimmungen.

Vorsitzender: Sie sind aber schriftlich fixirt, und sind für Sie im Ganzen maßgebend, vorbehaltlich einzelner Abweichungen?

Sachv. **Kämpf:** Als Vorsitzender habe ich mir fortlaufend Notizen gemacht. Es sind in den letzten Jahren mindestens 20 bis 30 Veränderungen nothwendig geworden, die, glaube ich, in diesem Sommer redigirt worden wären, wenn nicht gerade die Börsenenquete tagte.

Vorsitzender: In das neueste Börsenhandbuch von 1892 sind diese Abänderungen also nicht aufgenommen?

Sachv. **Kämpf:** Nein, diese leitenden Gesichtspunkte sind immer in Fluß. Da passirt jede Woche bei der Zulassung eines Papieres irgend etwas, was uns zwingt, von den leitenden Gesichtspunkten abzugehen, etwas Neues zu machen, andere Kriterien anzulegen.

Vorsitzender: Die Bestimmungen sind in der Beziehung elastisch?

Sachv. **Kämpf:** Vollständig. Es ist auch in allen Veröffentlichungen darüber, auch in unsern Mittheilungen an die vorgesetzte Behörde, an das Handelsministerium, immer besonders

darauf der Ton gelegt worden, daß gesagt worden ist: das ist kein todter Buchstabe, sondern das Börsenkommissariat muß das Recht haben, auch aus anderen Gründen etwa ein Papier abzulehnen oder ein Papier zuzulassen, wo etwa einmal diese leitenden Gesichtspunkte nicht vollständig dem Wortlaut nach erfüllt worden sind, wo der Nachweis über die Verhältnisse des Papiers in anderer Weise geführt wird, als wie es gerade in den leitenden Gesichtspunkten vorgesehen ist. Wenn wir uns wörtlich daran halten wollten, würde es natürlich für alle Emissionshäuser ein Leichtes sein, Prospekte zu machen, die dann schließlich keine Prospekte sind.

Vorsitzender: Es wird z. B. in der Presse angeregt, ob man nicht fordern solle, daß die Emittirenden selbst die Prospekte unterschreiben in dem Sinne, daß sie auch für den Inhalt der gewöhnlich der Aufforderung zur Zeichnung vorangeschickten Angaben, die von Anderen gemacht werden, haften. Das sind aber Fragen, welche wohl besser bei der Besprechung des Emissionswesens zu erörtern sein möchten.

Wie denken Sie nun über die verschiedenen Kautelen, die bald in der Literatur, bald in der Presse, bald mündlich in Vorschlag gebracht worden sind?

Sachv. **Kämpf:** In Bezug auf a bin ich der Ansicht, daß eine derartige Mitwirkung staatlicher Behörden nur für das Publikum schädlich wirken würde. Ich glaube nicht, daß ein Staatskommissar oder eine Staatsbehörde das erfüllen könnte, was schließlich dann doch von ihr verlangt würde, nämlich ihrerseits ein Urtheil über die Bonität des Papiers zu geben. Ich glaube nicht, daß das eine Staatsbehörde kann, ebensowenig wie eine Privatbehörde, wie das Börsenkommissariat dazu im Stande ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte den Herrn Sachverständigen bitten, sich darüber zu äußern, ob er der Ansicht ist, daß es sich bei der Emission von größeren Anleihen lediglich um private Interessen des anleihesuchenden Publikums bezw. des vermittelnden Bankhauses oder auch um allgemeine wirthschaftliche Interessen handelt, und im letzteren Falle, ob er der Ansicht ist, daß bei der gegenwärtigen Organisation diese allgemeinen Interessen angemessen und ausreichend berücksichtigt werden.

Ferner ist uns von einzelnen Herren Sachverständigen mitgetheilt, daß eine Staatsaufsicht ja nothwendig und auch nützlich sei, daß aber die Aufsicht, wie sie in Preußen bestehe, ausreiche. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er auch für diejenigen Börsen, welche nicht unter einer solchen Staatsaufsicht stehen, wenigstens eine derartige allgemeine Aufsicht, wie wir sie in Preußen für die Börsen haben, für zweckmäßig und angemessen erachtet, damit die Aufsichtsbehörde das Recht hat, in besonderen Fällen einzugreifen.

Sachv. **Kämpf:** Wenn ich darauf antworten darf — es ist wohl die Aufsicht gemeint, die die Regierung über die hiesige Korporation der Kaufmannschaft hat?

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: Ja.)

Habe ich das richtig verstanden?

Vorsitzender: Es besteht auch eine Aufsicht über die Börse.

Sachv. **Kämpf:** Ja, damit implicite, über die Börse, da letztere ein Institut der Korporation ist. — Ich sehe nicht ein, warum diese Aufsicht nicht auch bei solchen Börsen eingeführt werden sollte und könnte, die bis jetzt eine derartige Aufsicht nicht haben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Halten Sie eine derartige allgemeine Staatsaufsicht für zweckmäßig und nöthig, um der Staatsbehörde eine gewisse Einwirkung auf die Börse

zu sichern und namentlich also auch zu verhindern, daß Anleihen, ich will einmal sagen, in einem Zeitpunkt auf den Markt gebracht werden, in dem die wirthschaftlichen Interessen des Inlandes die Auflegung dieser Anleihen nicht räthlich erscheinen lassen?

Sachv. **Kämpf:** In Bezug auf diesen möchte ich gleich hervorheben: das Andenmarktbringen ist nicht das, was eventuell den staatlichen Interessen schaden kann, sondern das Uebernehmen der Anleihe seitens des Emissionshauses. Es soll z. B. kein Gold aus dem Lande heraus, das ist im gegebenen Moment der Wunsch der Reichsbank. Nichtsdestoweniger wird eine italienische Anleihe übernommen. Die Uebernehmer, mögen sie nun die Anleihe an den Markt bringen oder nicht — werden, falls es sich um Bezahlung in Gold handelt, das Gold nach dem Auslande schicken, und das Andenmarktbringen ist dann erst das zweite Stadium. Damit können die Unternehmer eventuell warten. Wenn Sie also eine derartige Aufsicht, eine derartige Einwirkung einführen wollen, dann müssen Sie eine Einwirkung einführen auf das Uebernehmen der Anleihen, nicht auf das Herausbringen der Anleihen, und eine derartige Aufsicht einzuführen, wird wohl ziemlich schwer sein. Ich glaube, daß dann für Deutschland jedes Emissionsgeschäft aufhören würde, denn das hieße so viel als: die Deutschen dürfen im Gegensatz zu den Ausländern nur mit hoher obrigkeitlicher Genehmigung eine Anleihe übernehmen. Das, glaube ich, würde eine Stellung für die deutschen Emissionshäuser und für die deutschen Uebernehmer geben, die gar nicht aufrecht zu erhalten ist. Man würde uns im Auslande, glaube ich, für diesen Fall auslachen und würde mit uns keine Geschäfte mehr machen.

Vorsitzender: Das ist ein Bedenken, welches auch schon früher hier mit den Herren Sachverständigen erörtert worden ist, ob die Verhältnisse des Geldmarktes in der Beziehung bei der Zulassung auch immer genügend gewürdigt werden, ob also, wenn der inländische Markt es erfordert, eine solche Anleihe besser unterbleibt, weil inländische Interessen sonst geschädigt würden, und ob das Börsenkommissariat auch diese Fragen einer Beurtheilung unterzieht.

Landrath Graf **Behr:** Der Herr Sachverständige hat ausgeführt, daß eine staatliche Behörde nicht am Orte sei. Ich möchte fragen, wie er sich zu der Frage stellt, ob nicht unter Leitung eines Staatskommissars oder eines Staatsbeamten die ganze Sache sich besser macht. Es haben sich im Selbstverwaltungsdienst gerade diese Korporationen, die unter einem staatlichen Beamten stehen, sehr gut bewährt, und es wäre also die Frage, ob nicht etwas Aehnliches vielleicht einzuführen sei.

Vorsitzender: Bei Nummer 17 ist die Frage generell gestellt. Hier handelt es sich nur um die Mitwirkung der Staatsbehörde bei der Zulassung von Papieren. Aber beides spielt ja in einander. Ich stelle anheim, Herr Sachverständiger, ob Sie sich darüber aussprechen wollen.

Sachv. **Kämpf:** Die Börsenbehörden sind sehr froh, daß dieses ganze Verfahren der Prüfung der Prospekte durch das Börsenkommissariat nicht dazu geführt hat, daß das Publikum annimmt, das Börsenkommissariat garantire in irgend einer Weise für die Bonität des Papieres. Wenn Sie einen Staatskommissar oder eine Staatsbehörde damit betrauen, so wird dem Publikum unzweifelhaft der Gedanke sehr nahe gelegt werden: nun sind wir ja ganz sicher bei jedem Papier, das von jetzt ab an die Börse kommt, wenn ein Staatskommissar oder eine Staatsbehörde mitwirkt, dann kann uns ja nichts passiren, und deswegen würde ich es für unglücklich halten, gerade für das Publikum, wenn eine derartige Maßregel ergriffen würde.

Senator Dr. **Witte:** Ich wollte nur eine Frage stellen. Es ist hier also von einem bestehenden Oberaufsichtsrecht in Bezug auf die Kaufmannschaft und implicite auch auf die Börse gesprochen worden. Ich weiß nicht, worin das Oberaufsichtsrecht besteht, und in welcher Weise das ausgeübt wird. Wenn man hier in diesem Paragraphen die Frage gestellt hat: ist es zweckmäßig, diese Oberaufsicht da, wo sie bei anderen Börsen nicht besteht, einzuführen, dann ist die Hauptfrage doch die: was ist denn eigentlich unter der Oberaufsicht zu verstehen? Ich möchte den Herrn Sachverständigen Kämpf ersuchen, sich darüber einmal zu äußern, in welcher Weise diese Oberaufsicht überhaupt ausgeübt wird.

Vorsitzender: Es ist eine gesetzliche Kompetenz. Inwiefern die Aufsicht ausgeübt wird, darüber weiß ich freilich keine Auskunft zu geben. Darüber würde sich vielleicht Herr Stadtrath Kämpf äußern können.

Sachv. **Kämpf:** O ja, da sind mir ja ziemlich viele Fälle bekannt geworden. Wenn der Handelsminister aus irgend einer Zeitung oder sonst erfährt, daß dies oder jenes an der Börse vorgekommen sei, dann hat er wiederholt angefragt und Bericht eingefordert, und dieser Bericht ist ihm dann auch immer ertheilt worden. In einem Falle erinnere ich mich sogar, daß die Anleihe eines Staates auf einen Wink — ich glaube, es war vom Herrn Reichskanzler durch den Herrn Handelsminister — hier nicht an die Börse gekommen ist. Einem solchen Wink wird natürlich Folge gegeben.

Vorsitzender: Es zeigt sich also, daß die Aufsicht nicht bloß auf dem Papier steht, sondern sich in der That schon geäußert hat.

Senator Dr. **Witte:** Aber ich meine doch, das, was eben ausgeführt ist, könnte die Regierung jeder Kaufmannschaft und jeder Börse gegenüber thun, ohne daß irgend ein geschriebenes Recht vorhanden wäre, und ich glaube, es würde ganz denselben Effekt haben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das, glaube ich, ist ein Irrthum des Herrn Kollegen Witte. Nach der Rechtslage in Preußen würden die Staatsbehörden befugt sein, die Zulassung irgend eines Effekts an der Börse zu verbieten oder von gewissen Bedingungen abhängig zu machen, auch — das ist ja wiederholt geschehen — in anderer Weise auf die Börse einzuwirken, also z. B. allgemeine Bestimmungen zu erlassen oder für die Lieferfähigkeit von Getreide allgemeine Grundsätze aufzustellen.

Ganz anders steht die Börse z. B. in Hamburg. Es wäre also möglich, daß, wenn hier in Preußen die Aufsichtsbehörde der Ansicht ist, eine französische oder eine griechische Anleihe aus politischen und wirthschaftlichen Gründen nicht zuzulassen, sie hier sagt: ich verbiete die Anleihe — wenn sie die Form des Winkes wählt, so ist das eine angenehmere Form des geschäftlichen Verkehrs —, in Hamburg würde sie aber nicht dazu befugt sein. Es würde also der Fall eintreten können, daß eine ausländische Anleihe, welche in Preußen von den preußischen Behörden nicht zugelassen wird, nach Hamburg ginge und gleichwohl sich das deutsche Kapital nutzbar machte.

Deshalb richtete ich die Frage an den Herrn Sachverständigen Kämpf, die mir allerdings nicht beantwortet worden ist, ob es nicht zweckmäßig und nothwendig wäre, ein derartiges allgemeines Aufsichtsrecht, wie wir es hier in Preußen haben, auch auf die anderen Börsen auszudehnen, um derartige Uebelstände, die auch, glaube ich, wohl von ihm als Uebelstände werden anerkannt werden, zu beseitigen.

Sachv. **Kämpf:** Ja, ich muß aber von vornherein die Einschränkung machen: Soweit in meiner Praxis mir diese Aufsicht des Staates fühlbar geworden und zur Erscheinung ge-

kommen ist, halte ich sie für zweckmäßig und glaube, daß sie anderswo nicht schaden würde. Aber diese Einschränkung muß ich ausdrücklich machen, denn einer allgemeinen Aufsicht etwa, wo auch andere Dinge vorkommen könnten, möchte ich in diesem Augenblick nicht das Wort reden, das läßt sich auch gar nicht übersehen, und was die zweite Frage anlangt, so muß ich nochmals darauf zurückkommen: Die Wurzel liegt in der Uebernahme der Anleihe durch die Emissionshäuser, nicht in der Emission, und wenn die Emission aus irgend einem Grunde verboten würde, so schädigen Sie vielleicht das Emissionshaus, aber der wirthschaftliche Nachtheil, z. B. das Herausgehen von Gold, wird dadurch nicht gehindert.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Glaubt der Herr Sachverständige, daß, wenn die Emissionsthätigkeit unter eine schärfere Kontrole gestellt werden würde, die Uebernahme durch die Emissionshäuser wirklich in dem Umfange stattfände, wie sie gegenwärtig stattfindet? Ist nicht vielmehr anzunehmen, daß in weitaus den meisten Fällen, vielleicht in allen Fällen, die Uebernahme nur erfolgt, weil die Emissionsthätigkeit und das Einführen an der Börse vollständig unbeschränkt ist?

(Ruf: Natürlich!)

Sachv. **Kämpf:** Das läßt sich in der Allgemeinheit nicht beantworten. Es kommt sehr häufig vor, daß man ein Papier, das man übernommen hat, sehr lange behält und erst in sehr später Zeit emittirt, vielleicht aus dem Grunde, weil man glaubt, daß die Verhältnisse inzwischen sich wesentlich bessern werden, daß man später einen wesentlich höheren Kurs erzielen wird. So unbedingt hängt daher die Uebernahme mit der Emission nicht zusammen. Man braucht nicht immer bloß zu übernehmen, um sofort zu emittiren, sondern man kann ein übernommenes Papier, wie gesagt, sehr lange im Kasten behalten.

Graf **von Kanitz:** Meine Herren, auf die Frage der staatlichen Aufsicht möchte ich mich nicht einlassen. Darüber habe ich schon verschiedentlich meine Ansicht ausgesprochen.

Nur eine Aeußerung des Herrn Sachverständigen möchte ich doch noch einmal fixiren. Er sagte vorhin, wenn Jemand eine italienische Anleihe hier übernimmt, so muß er das Gold ins Ausland schicken. Jetzt sagt er auch wieder, das Gold fließt nach dem Auslande ab. Er setzt sich dadurch in einen gewissen Widerspruch mit einem Satz, den wir vor einigen Wochen hier vernommen haben; es war Herr Generalkonsul Russell, wenn ich mich recht entsinne, welcher sagte: wenn wir eine ausländische Anleihe auf den deutschen Markt bringen, so fließt deshalb kein Gold nach dem Auslande ab, sondern es findet ein Ausgleich statt durch Industrieerzeugnisse, die wir nach dem Ausland schicken, und durch Schuldverschreibungen, welche wir dafür von dem Auslande beziehen. Ich freue mich, daß der Herr Sachverständige, den wir soeben gehört haben, eine Ansicht ausgesprochen hat, welche sich der meinigen bedeutend nähert und mit derjenigen des Herrn Generalkonsuls Russell im Widerspruch steht. Das habe ich nur konstatiren wollen.

Sachv. **Kämpf:** Dann bin ich falsch verstanden worden.

(Heiterkeit.)

Nicht bei jeder Anleihe fließt Gold in das Ausland. Das Gold kann in das Ausland fließen, der Kaufpreis kann aber auch auf andere Weise bezahlt werden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wenn ich mich recht erinnere, hat Herr Generalkonsul Russell auch nicht gesagt, daß in gar keinem Fall Gold herausgeht, sondern er hat gesagt, es giebt Fälle, wo Gold herausgeht, und in anderen Fällen gehen auch Industrieprodukte u. s. w. heraus.

Graf **von Kanitz**: Er hat es doch wohl so hingestellt, daß man es als Regel betrachten darf.

Vorsitzender: Unter Umständen kommt es aber bald zurück, je nach Lage der Verhältnisse.

(Halbstündige Pause.)

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp** (als Vorsitzender): Herr Präsident Koch ist vorläufig dienstlich verhindert und hat mich gebeten, die Sitzung in seiner Stellvertretung zu leiten.

Ich möchte Herrn Stadtrath Kämpf bitten, zu der Frage b Stellung zu nehmen:

„Soll die Zulassung ausländischer Papiere zum Handel und zur Kursnotiz von einem Mindestbetrag der einzelnen Stücke abhängig gemacht werden."

Sachv. **Kämpf**: Ich glaube nicht, daß das wünschenswerth wäre. Wenn ein hoher Nominalbetrag als Mindestbetrag angenommen wird, so würden wir, da gerade das Ausland die kleinen Stücke besonders liebt und fast nur die kleinen Stücke bei sich unterbringt, in Deutschland Papiere bekommen, deren Verkäuflichkeit sehr in Frage gestellt werden konnte.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist Ihnen ja bekannt, daß wir bei inländischen Aktienunternehmungen eine gewisse Minimalgrenze haben, die jetzt für das Ausland nicht besteht, so daß also ausländische Aktienunternehmungen in dieser Beziehung viel besser gestellt sind als inländische, obwohl es ja auf der Hand liegt, daß die Kautelen, die man im deutschen Aktiengesetz für das Publikum geschaffen hat, bei den ausländischen Aktienunternehmungen nicht vorhanden sind.

Sachv. **Kämpf**: Ausländische Aktienunternehmungen kommen verhältnißmäßig wenig an die Börse. Es würde sich hauptsächlich um ausländische Staatspapiere und dem ähnliche Werthe handeln.

Stellvertr. Vorsitzender: Es wird Ihnen bekannt sein, daß z. B. vom Brixer Kohlenbergwerk Aktien zu 100 Gulden, von der Länderbank in Wien zu 200 Gulden, von den Vereinigten Schweizer Bahnen zu 200 Francs ausgegeben sind, während wir in Deutschland im Allgemeinen einen Minimalbetrag von 1000 Mark für die Aktie haben. — Also Sie sind dagegen?

Ich bitte, zu c sich zu äußern.

Sachv. **Kämpf**: Ich glaube, daß der Betrag von 1 Million Mark sich als ganz praktisch erwiesen hat. Unter 1 Million Mark findet in der Regel nur sehr kurze Zeit ein Geschäft an der Börse statt, freilich brauchen auch diese Papiere in den Kurszettel nicht aufgenommen zu werden. Aber man darf die Summe doch nicht zu niedrig greifen.

(Zuruf: Nicht zu hoch!)

Nein, nicht zu niedrig!

(Zuruf: Das Minimum nicht zu hoch!)

Ja, das Minimum nicht zu hoch, denn es können ja Unternehmungen von 1 Million, 1½ Millionen vorhanden sein, die sehr solide sind, sehr gut sind, sehr werth sind, vom Publikum gekauft zu werden. Warum die ausgeschlossen werden sollen, kann ich nicht einsehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Es war die Ansicht der meisten Sachverständigen, daß man für die großen Börsen Berlin und Frankfurt etwa eine Minimalgrenze von 3 Millionen festsetzen könnte, um die kleineren Unternehmungen an die Provinzialbörsen zu verweisen. Sie sind aber nicht der Ansicht?

Sachv. **Kämpf**: Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bitte, sich nun zu d zu äußern.

Sachv. **Kämpf:** Ja, es kann nicht schaden, wenn das in den Prospekt aufgenommen wird, aber nützen thut es auch nichts, denn je länger man den Prospekt macht, desto weniger wird er gelesen; und die Erfahrung machen wir ja alle Tage, daß das Publikum die Prospekte erst dann liest, wenn es Geld an dem Papier verliert, aber nicht vorher, wenn es kaufen will.

Stellvertr. Vorsitzender: Nach diesen Erfahrungen würde wohl die ganze Prospektentheorie einen sehr zweifelhaften Werth haben.

Sachv. **Kämpf:** Ja, das muß leider gesagt werden, denn wir haben ja die Erfahrung gemacht, daß die schlechtesten Papiere schon vor der Emission vergriffen waren.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich will nicht weiter zurückgreifen, aber ich habe den Eindruck, als ob Sie zu der Nummer 1 sich etwas anders geäußert haben. Danach hätten die Bestimmungen, die sich an der Berliner Börse und anderweit bezüglich des Prospektenzwanges befänden, sich im Allgemeinen bewährt.

(Sachv. Kämpf: Ja.)

Jetzt scheinen Sie diesen Prospekten keinen großen Werth beizulegen.

Sachv. **Kämpf:** Doch nicht! Wenn der Prospekt kurz und konzis ist, so daß er gelesen werden kann, so liest das Publikum ihn. Wenn Sie aber zu viel Material hineingeben, so ist es ja unmöglich, den Prospekt zu lesen. Ein drei bis vier Seiten langer Prospekt mit allen möglichen Angaben, die zum Theil für das Publikum an und für sich schwer verständlich sind, macht keinen Eindruck; aus dem kann man sich kein Bild machen.

Stellvertr. Vorsitzender: Es fragt sich hierbei, ob auch der Revisionsbericht, der unter gewissen Verhältnissen nach dem Aktiengesetz zu erstatten ist, bei dem Antrag auf Zulassung zur Kursnotiz beigefügt werden soll, und ob eventuell auch aus dem Revisionsbericht gewisse Mittheilungen im Prospekt aufzunehmen sein würden.

Sachv. **Kämpf:** In der Beziehung hat das Börsenkommissariat schon seit Jahren die nöthigen Einrichtungen getroffen. Es wird bei jeder Aktiengründung, bei jeder Emission von Aktien gefordert, daß der Revisionsbericht bezw. der Bericht der Gründer des Aufsichtsraths dem beim Börsenkommissariat einzureichenden Material beigelegt werde.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bitte dann weiter zu den anderen Nummern sich zu äußern, zunächst zu e.

Sachv. **Kämpf:** Die Frage lautet, ob die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll.

Das ist insofern meiner Ansicht noch nicht nöthig, als in den leitenden Gesichtspunkten der Grundsatz festgestellt worden ist, daß, wenn es sich um Gründung einer Aktiengesellschaft handelt, die Resultate der beiden zuletzt vorhergegangenen Jahre, wo sich also das Unternehmen noch nicht im Besitz der Aktiengesellschaft befunden hat, im Prospekt angegeben werden müssen. Es würde durch eine Bestimmung, wie sie in e aufgeführt worden ist, wohl herbeigeführt werden sollen, daß man bei der betreffenden Gesellschaft bereits die Resultate mehrerer Jahre kennt, bevor das Papier, die Aktie, dem Publikum angeboten wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich nehme an, daß die Bestimmungen in den leitenden Gesichtspunkten keine Garantie dafür bieten, daß Aktienunternehmungen erst nach Verlauf einer längeren Zeit an die Börse gebracht werden können, sondern meines Wissens ist nur vorgeschrieben, daß für solche Unternehmungen, welche bereits längere Zeit bestehen, die Ergebnisse der beiden letzten Jahre mitgetheilt werden. Irre ich mich darin?

Sachv. **Kämpf:** Nein, es ist vorgeschrieben, daß z. B., wenn eine Brauerei, die bisher im Besitz eines Privatmannes war, in eine Aktiengesellschaft verwandelt wird, alsdann, wenn die Aktien an den Markt kommen, die Resultate der beiden letzten Jahre, während deren die Brauerei noch im Privatbesitz war, mitgetheilt werden müssen.

Stellvertr. Vorsitzender: So? Und darin erblicken Sie eine ausreichende Garantie dafür?

Sachv. **Kämpf** (einfallend): Eine ausreichende Garantie, denn ich kann mir sehr wohl denken, daß Fälle vorkommen werden, daß ein großes Unternehmen gegründet werden soll, das allgemeine Interessen hat, bei dem es gar nicht möglich ist, daß einzelne Personen die Aktien zwei Jahre lang halten, ehe sie sie dem Publikum anbieten.

Senatspräsident: Dr. **Wiener:** Mir liegt hier ein Gutachten' vor, das Justizrath Leon für den Deutschen Juristentag über die Frage erstattet hat, inwieweit sich die Aktiengesetznovelle bewährt hat, und welche Aenderungen für angemessen erachtet werden. Darin befindet sich als Postulat, daß eine Erweiterung der Kautelen unter Anderem dahin erwünscht sei, daß zwischen der Eintragung der Aktiengesellschaft in das Handelsregister und der Zulässigkeit einer Einführung der Aktien an der Börse eine obligatorische Sperrfrist von angemessener Dauer, sechs bis neun Monate, eingeführt werde.

Mir scheint, daß für die Frage doch noch andere Gesichtspunkte in Betracht kommen, als die eben von dem Herrn Sachverständigen erörterten, insbesondere der Gedanke, daß, wenn eine derartige Zeit vergehen muß, die akute Absicht, Aktiengesellschaften bloß des Gewinnes wegen zu gründen und ihre Emission dann in einem bestimmten, der derzeitigen Konjunktur angehörigen Moment zu lanziren, durch die nothwendige Frist einigermaßen gehindert wird. Also das wird sich doch wohl kaum leugnen lassen, daß eine Gründung bloß um des Agios willen durch eine derartige Bestimmung beeinträchtigt würde. Halten Sie denn diesen Gesichtspunkt nicht doch auch für einen nicht unwesentlichen?

Sachv. **Kämpf:** Das muß ich zugeben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, welche Nachtheile würde es denn nun für ein legitimes Unternehmen haben, wenn eine gewisse Frist verginge? Ich erinnere mich noch aus jener Zeit, wo ich hier Anwalt war — ich habe damals gar nicht absolut die ganze Tragweite der Sache verstanden —, mit welchem fieberhaften Eifer gewünscht wurde, daß nur ja, wo möglich schon am nächsten Tage, Alles derart in Ordnung wäre, daß die Emission vor sich gehen könnte.

Sachv. **Kämpf:** Es ist ganz richtig, daß bei den Gründungen, wo ein Privatunternehmen in ein Aktienunternehmen umgewandelt wird, nur zu dem Zweck, um Agio zu machen, derartige Fälle zahlreich vorgekommen sind; es wäre thöricht, wenn man das leugnen wollte. Für diese Fälle könnte eine derartige Bestimmung ganz günstig wirken. Aber auf der anderen Seite könnte sie doch auch einen sehr großen Schaden für die allgemeine wirthschaftliche Entwickelung mit sich führen.

Ich bitte Sie, nur zu bedenken, daß einmal wieder eine Zeit käme, wie wir sie Anfang der vierziger Jahre mit dem Eisenbahnbau gehabt haben. Wenn damals eine derartige

Bestimmung bestanden hätte, daß die Aktiengesellschaften, die sich die Aufgabe gestellt haben, Eisenbahnen zu bauen, neun Monate erst ins Handelsregister eingetragen sein mußten, bevor die Aktien begeben werden dürften, dann würde der Eisenbahnbau, der doch wirklich von großer wirthschaftlicher Bedeutung auch damals war, absolut im Keime erstickt worden sein, und derartige Fälle können ja heute auch wiederkommen, z. B. wenn einmal unser Kolonialsystem sich weiter ausdehnen sollte, große Unternehmungen für Kolonien gemacht werden sollen — ja, wo wollen Sie denn die Kapitalkräfte finden, die nun neun Monate lang im Besitz der ersten Unternehmer verbleiben sollen, ohne damit an den öffentlichen Markt zu appelliren? Was man da auf der einen Seite Gutes schaffen kann, wird man auf der anderen Seite zu verderben in der Lage sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, das würde aber doch mit dem Postulat in Widerspruch stehen, daß zum mindesten Umgründungen von privaten Industrieetablissements sich einer derartigen Zeitdauer zu unterwerfen hätten. Ich vermag wenigstens durchaus nicht einzusehen, welches besondere Interesse für Jemanden, der bisher im Privatbesitz ein Unternehmen betrieben hat, vorhanden sein sollte, diese Umgründung in einer so möglichst kurzen Frist vorzunehmen. Es ist ja denkbar, daß diejenigen ein Interesse haben, welche es übernehmen, dieses Unternehmen zu finanziren. Es möchte mir aber doch scheinen, daß präsumtiv dieses Interesse in seiner Beschränkung auf solche Gesellschaften gegen das öffentliche Interesse zurückzutreten hätte. Also in dieser Einschränkung würde ich doch glauben, daß, ohne daß dem legitimem, allgemeinen Interesse zu nahe getreten wird, doch einem gewissen öffentlichen Interesse Rechnung getragen werden könnte. Würden Sie das nicht auch annehmen?

Sachv. **Kämpf:** In einzelnen Fällen ja, aber nicht allgemein.

Stellvertr. Vorsitzender: In den Beispielen, die Sie (zum Sachverständigen) angeführt haben, handelt es sich nicht um Umwandlung bestehender Privatunternehmungen, und man kann allerdings die Frage aufwerfen, ob die öffentlichen Interessen so dringend die Umwandlung von Privatunternehmungen erheischen, daß eine derartige Beschränkung erhebliche Nachtheile im Gefolge hätte. Ist der Herr Sachverständige geneigt, zuzugestehen, daß bei der Umwandlung von Privatunternehmungen als Regel eine derartige Frist verlangt wird? Der Fall der Umwandlung kann ja allerdings auch bei Konkursen u. s. w. ein plötzlicher sein. Aber würden Sie auch nicht einmal in dieser Beschränkung eine derartige Bestimmung befürworten?

Sachv. **Kämpf:** Ich kann sie nicht befürworten. Ich habe einen ganz bestimmten Fall im Auge. Wenn ich den anführen darf?

(Stellvertr. Vorsitzender: Bitte schön!)

Es hat Jemand seit vielen Jahren sich mit dem Bau von Lokalbahnen beschäftigt. Diese Eisenbahnen hat er ins Leben gerufen, hat sie gehen gelehrt, sie sind allmählich zu einem ordentlichen Unternehmen herangewachsen, er will sie nunmehr, nachdem sie gezeigt haben, daß eine gute Rente vorhanden sein wird, in eine Aktiengesellschaft umwandeln und die Aktien verkaufen. Das ist auch von wirthschaftlichem Interesse, denn wenn er die Aktien verkauft, kann er von Neuem derartige Unternehmungen ins Leben rufen. Wenn Sie dem, nachdem er jahrelang bereits diese Unternehmung gehegt und gepflegt und sie zu einem tüchtigen Unternehmen herausgebildet hat, noch zumuthen wollen, neun Monate zu warten, dann wird er sich sehr überlegen, ob er eine derartige allgemein interessirende und wirthschaftlich nutzbare Unternehmung weiter ins Leben rufen kann.

Landrath Graf **Behr:** Der Herr Sachverständige pointirt gerade neun Monate. Ich sehe nun nicht ein, warum das durchaus neun Monate sein müssen.

(Heiterkeit.)

Gerade das Beispiel, das er anführte, scheint mir gar kein Beweis zu sein, warum die Sache nicht neun Monate dauern könnte. Dann wäre Gelegenheit genug, die Sache von anderer Seite zu prüfen, um zu sehen, daß keine Schädigung des allgemeinen Publikums hervorgerufen wird. Also die Gründe, die er angeführt hat, scheinen mir nicht durchschlagend. Er hat selbst zugegeben, daß es in vielen Fällen sehr wünschenswerth sei, und die Fälle, die er hier angeführt hat, scheinen mir nicht das Gegentheil zu beweisen. Darum sollte ich denken, eine kurze Zeit, aber eine Zeit, die ausreichend wäre, um das Publikum zu informiren und andererseits nicht bloß von dem einen Standpunkte dessen aus, der die Sache umgewandelt wissen will, wäre von Nutzen.

Sachv. **Kämpf:** Ich habe die neun Monate nicht pointirt, sondern in dem Gutachten des Herrn Justizraths Leon, das uns vorgetragen ist, war von sechs bis neun Monaten die Rede. Deswegen habe ich mich darangehalten. Wenn Sie die Fälle im Auge haben, wo bloß Agio gemacht werden soll, dann wird auch vollständig hinreichend das Publikum geschützt dadurch, daß der Emittent gezwungen wird, die Resultate dieses Unternehmens aus den vorangegangenen beiden Jahren, in denen es noch nicht Aktiengesellschaft war, anzugeben. In drei Monaten z. B. kann inzwischen ja nichts weiter mit der Rentabilität wenigstens im Großen und Ganzen passiren; in drei Monaten wird auch keine Bilanz, kein Jahresabschluß veröffentlicht, sondern es kommt doch nur darauf an: was hat denn das Unternehmen früher gebracht, und wenn das angegeben wird, dann kann das Publikum sich ein Bild davon machen, was ungefähr aus dem Unternehmen, wenn nicht gerade eine schlechte Verwaltung oder sonstige Unglücksfälle eintreten, künftig zu erwarten ist.

Landrath Graf **Behr:** Ich möchte einmal den Herrn Sachverständigen fragen, ob nicht durch die Aufstellung der Bilanz u. s. w. die Sache günstiger hingestellt werden kann, als sie in Wirklichkeit gewesen ist, — ich meine nicht für Sachverständige, sondern für das allgemeine Publikum — und ob da nicht gerade eine Zeit wünschenswerth ist, damit von anderer Seite die Sache beleuchtet wird, das Publikum nicht verleitet wird, Aktien zu kaufen oder zu übernehmen, die nicht so preiswerth sind, wie sie dargestellt werden. Deswegen erscheint mir ein kurzer Zeitraum — sechs Monate halte ich nicht für nöthig — für erforderlich.

Zweitens möchte ich fragen, ob nun wirklich zwingende Gründe dafür sprechen, daß das nicht geschieht. Der Herr Sachverständige hat uns solche Gründe angeführt. Das eine Beispiel, das er angab, ist nicht beweisend. Der Mann wird dadurch gar nicht geschädigt, daß er einige Monate, und selbst sechs Monate später, eintritt. Das ist ja für die Allgemeinheit gar kein Schade.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich glaube, Herr Graf Behr befindet sich doch mit dem Herrn Sachverständigen in einem Widerspruch in Bezug auf die Bedeutung des Punktes e. Die Bedeutung dieses Punktes richtet sich ja nicht sowohl darauf, daß das Publikum Zeit bekommen soll, aufgeklärt zu werden, sondern darauf, daß die Gründer vorsichtig gemacht werden sollen, resp. daß den Gründern gesagt werden soll: Nehmt euch in Acht, ihr müßt so und so lange auf den Aktien sitzen. Nicht das Publikum soll durch den Punkt e etwa in die Lage gesetzt werden, sich genauer informiren zu können, sondern, wie gesagt, es bezieht sich das darauf, daß die Aktien nicht vor einer gewissen Zeit nach der

Eintragung der Gesellschaft sollen eingeführt werden können. Es kann aber trotzdem die Einführung an der Börse sehr plötzlich nach diesem Termin geschehen. Das beweist also nicht etwa, daß das Publikum dadurch Zeit bekommt, sich zu informiren.

Ich möchte nur darauf aufmerksam machen, daß der Sinn der Frage sonach ein anderer ist, als Herr Graf Behr annimmt. Ich glaube, der Herr Sachverständige hat sie richtig aufgefaßt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte über meine Auffassung keinen Zweifel lassen. Ich lege nicht in erster Reihe Werth darauf, daß das Publikum sich wirklich über Details informirt. Ich lege Werth darauf, daß in sogenannten Gründungsperioden allerdings dieses plötzliche, in ganz kurzer Zeit mögliche Fertigmachen der ganzen Umgründung es zu Wege bringt, daß dieselbe noch während der Periode zur Wirkung gelangt, während, wenn die Gefahr vorhanden ist, daß in Folge einer Verlängerung die Sache außerhalb der Periode fällt, einmal dann das Publikum außerhalb dieser Atmosphäre steht, andererseits aber auch der Reiz, die Periode zum Zwecke unnützer Umgründungen zu benutzen, für die Gründer deshalb ein geringerer ist, weil es ihnen eben auf diese Weise weniger leicht gemacht wird.

Sachv. **Kämpf:** Ich muß darauf zurückkommen, was ich vorher gesagt habe, daß sich in diesen Fällen ein Winkelgeschäft bilden würde. Es wird dann nicht mehr offiziell an der Börse in Papieren gehandelt werden, sondern inoffiziell, und das ist viel schlimmer, als wenn ein offizieller Handel stattfindet.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte demgegenüber nur bemerken, daß man den inoffiziellen Handel doch würde hindern können. Es sind auch hier in dieser Richtung bereits bestimmte Vorschläge schon gemacht, namentlich ist die Beseitigung der privaten Kurszettel gefordert. Aber auf diese Sache kommen wir ja später noch. Ich will deshalb hier nicht näher darauf eingehen.

Wollen Sie, bitte, dann sich zu Punkt f äußern, ob es gerechtfertigt ist, bezüglich aller an der Börse gehandelter Papiere eine Verantwortlichkeit der ankündigenden Emissionshäuser für den Inhalt des Prospekts gesetzlich einzuführen, bezw. solche zu verschärfen?

Sachv. **Kämpf:** Das muß ich mit Nein beantworten.

Stellvertr. Vorsitzender: Es wird also darauf hingewiesen, daß der Prospekt, der ja an sich schon eine geringe Bedeutung hat, dadurch seine Bedeutung völlig verliert, daß nicht das Emissionshaus den Prospekt vollzieht, und damit für die Richtigkeit der Angaben verantwortlich werden könnte, sondern entweder irgend ein Staat oder irgend eine andere Privatperson, und auf diese Weise der Prospekt eigentlich gar keine Bedeutung hat. Es ist von manchen Herren Sachverständigen befürwortet, der emittirenden Bank eine Verpflichtung aufzuerlegen, mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns wenigstens die Richtigkeit der für die Beurtheilung des Unternehmens nothwendigen Angaben im Prospekt zu prüfen und sie für den aus der Verletzung dieser Pflicht entstehenden Schaden verantwortlich zu machen. Sie (zum Sachverständigen) sind nicht der Meinung, daß sich dies empfiehlt?

Sachv. **Kämpf:** Ich glaube, daß der Begriff „die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns“ in diesem Falle sehr schwer zu definiren sein wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Sind nach dieser Richtung hin nicht Mißstände hervorgetreten, die zu einer Aenderung der Bestimmungen drängen, daß Prospekte vorgelegt sind, die von irgend einem Privatmann unterschrieben sind?

Sachv. **Kämpf:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Z. B. glaube ich wenigstens, daß bei der Northern Pacific Bahn ein Prospekt vorgelegt ist, der von einem Direktor der dortigen Bahnen vollzogen ist, und daß daraufhin die Subskription stattgefunden hat.

Sachv. **Kämpf:** Man muß sich doch auf das verlassen, was zunächst in den gedruckten Jahresberichten dieser Unternehmungen niedergelegt ist, und diese Jahresberichte sind von der Direktion der betreffenden Unternehmungen gemacht. Wenn dieselbe Direktion, die den Jahresbericht herausgiebt, aus diesem Jahresbericht heraus den Prospekt macht und ihn unterschreibt, dann ist es sehr schwierig, sich überhaupt noch weiter Informationen zu verschaffen.

Stellvertr. Vorsitzender: In Hamburg wird meines Wissens verlangt, daß die Prospekte von der emittirenden Firma unterzeichnet sind, und daß diese damit gewissermaßen die Verantwortung übernimmt. Ist das für Hamburg richtig?

Dr. **Jürgens:** Der betreffende Passus aus den leitenden Gesichtspunkten in Hamburg lautet:

„Als erforderlich wird angesehen:

1. daß von der betreffenden Emissionsfirma ein Prospekt veröffentlicht wird, welcher die in Betracht kommenden Verhältnisse klar darlegt, keine Verschleierung enthält und in der Regel von den Ausstellern des Papiers und von der Emissionsfirma zur Bekräftigung des Inhalts unterzeichnet ist."

Stellvertr. Vorsitzender: Also das halten Sie (zum Sachv. Kämpf) nicht für zweckmäßig.

Ich bitte, sich dann über g zu äußern.

Sachv. **Kämpf:** Ob der Preis angegeben werden soll, zu welchem das Papier von den Emittenten übernommen ist?

Ich glaube nicht, daß, wenn es die Absicht ist, das Publikum auf diese Weise zu schützen, ein derartiger Schutz dadurch herbeigeführt würde, denn es ist sehr wohl möglich, daß das Emissionshaus an einem Papier, das sich nachher als schlecht herausstellt, einen sehr geringen Gewinn macht, und daß das Emissionshaus einen sehr großen Gewinn macht an einem Papier, das sehr gut ist, auch für die Zukunft gut bleibt.

Stellvertr. Vorsitzender: Das kann ja richtig sein, aber wird nicht mindestens in manchen Fällen der Uebernahmekurs einen gewissen Anhalt dafür bieten, welche Sicherheit nach Ansicht des Emissionshauses selbst die betreffende Anleihe bietet? Wird man nicht aus dem Umstande, daß das Emissionshaus sich für die Emission einer Anleihe ein sehr hohes Agio ausbedungen hat, den Schluß ziehen können, daß das Emissionshaus selbst diese Anleihe für eine zweifelhafte gehalten hat? Sie mögen ja mit Ihren Bedenken Recht haben für viele Fälle, aber wird es nicht auch andere Fälle geben, wo die von mir angedeuteten Erwägungen Platz greifen, und könnte man da nicht dem Börsenkommissariat die Befugniß einräumen, daß es unter Umständen die Aufnahme des Preises in den Prospekt verlangt?

Sachv. **Kämpf:** Die Uebernahme von Anleihen und die Emission findet nicht so statt, daß nur ein Einzelner hinzugezogen wird, sondern in der Regel ist die Konkurrenz da maßgebend, und die Konkurrenz bringt doch hervor, daß derjenige Preis bezahlt wird, der für ein derartiges Papier angelegt werden kann.

Stellvertr. Vorsitzender: Aus dem Umstande würde man folgern können, daß der Emissionskurs, den das Haus zahlt, in der Regel weiteren Kreisen bekannt ist, wenigstens

an der Börse, und daß die Aufnahme in den Prospekt vielleicht in solchen Fällen weniger Bedenken hat!

Sachv. **Kämpf:** In vielen Fällen hat es ja Bedenken, in vielen Fällen allerdings auch nicht.

Kommerzierath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es wird doch dem Herrn Sachverständigen zweifellos bekannt sein, daß derartige Anleihegeschäfte nicht in der Weise abgeschlossen zu werden pflegen, daß ein Nettokurs festgesetzt wird, zu dem das Haus die Anleihe übernimmt, sondern es pflegen noch so und so viel Nebenbedingungen dabei zu sein, häufig Bedingungen, durch welche der eigentliche Uebernahmekurs doch sehr erheblich modifizirt wird. Würde daraus, daß zum Zweck der Preisangabe sonach manchmal der ganze Vertrag veröffentlicht werden müßte, nicht wiederum die Folge entstehen, daß fremde Regierungen sich schwerlich darauf einlassen würden, hier in Berlin noch weiter Emissionsgeschäfte für sich machen zu lassen?

Sachv. **Kämpf:** Gewiß, das ist sehr leicht möglich; namentlich aber wird es dahin führen, daß man sich derartige Nebenbedingungen ausmacht. Nehmen Sie z. B. an: Für gewöhnlich wird für die Kuponseinlösung $^1/_4$ Prozent gezahlt. Wenn man sich nun ausmacht, daß für die Kuponeinlösung 1 Prozent bezahlt wird für die ganze Dauer der Anleihe, 40, 50 Jahre lang, dann würde man in der Lage sein, einen höheren Uebernahmekurs zu geben, und in diesem Falle würde dem Publikum die Angabe keinerlei Schutz gewähren.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bitte, sich zu h zu äußern, ob es sich empfiehlt, den Prospektzwang auf alle Konvertirungen und Kapitalserhöhungen auszudehnen.

Sachv. **Kämpf:** In dieser Beziehung sind die nöthigen Einrichtungen schon seit Jahren getroffen. In den Fällen, wo es sich bei Konvertirungen nur darum handelt, daß der Zinsfuß einer Anleihe herabgesetzt wird, während die sonstigen Bedingungen unverändert bleiben, wird ein Prospekt nicht erfordert; in den Fällen aber, wo, abgesehen von der Herabsetzung der Zinsen, die sonstigen Bedingungen verändert werden oder eine Erhöhung des Kapitals stattfindet, wird schon seit Jahren ein Prospekt verlangt, und bei Kapitalserhöhungen wird unter allen Umständen ein Prospekt verlangt.

Stellvertr. Vorsitzender: Meines Wissens wird jetzt bei der Kapitalserhöhung nur ein Prospekt verlangt, wenn die Kapitalserhöhung zum Erwerbe eines anderen Unternehmens, Werkes, oder einer anderen Anlage bestimmt ist.

Sachv. **Kämpf:** Also z. B., wenn eine Bank ihr Kapital erhöht, so ist ein anderer Prospekt nicht nöthig, als die Bekanntmachung dieser Bank, denn wenn eine Bank ihr Kapital erhöht, vermehrt sie ihr Betriebskapital, und da braucht ein besonderer Prospekt überhaupt nicht erlassen zu werden. Ich weiß nicht, was in dem Prospekt stehen sollte. Wohl aber wird, wenn eine Aktiengesellschaft, die ein industrielles Unternehmen betreibt, sich vergrößert, wenn ihr ein neues Unternehmen hinzugefügt wird, ein Prospekt ebenso verlangt, wie bei der ursprünglichen Anlage.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie sagten, bei Konvertirungen, wo es sich lediglich um Herabsetzung der Zinsen handelt, würde ein Prospekt nicht verlangt. Dem wird entgegengehalten, daß auch gerade in diesen Fällen ein Prospekt sehr nöthig wäre, um das vaterländische Publikum vor derartigen Konvertirungen möglichst zu schützen.

Sachv. **Kämpf:** Dieses Schützen vor Konvertirungen scheint mir überhaupt eine Unmöglichkeit zu sein, denn wenn der marktgängige Zinsfuß so ist, daß ein Staat statt 4 Prozent bloß noch $3^1/_2$ Prozent Zinsen zu zahlen braucht, so wird er

das in der Regel thun. Das hat ja auch der preußische Staat mit den Eisenbahnprioritäten gethan, und das thun die Eisenbahngesellschaften mit ihren Prioritäten, das thun andere Unternehmungen. Durch die Veröffentlichung eines Prospekts werden die Konvertirungen nicht verhindert, denn die Zahlung der Insertionskosten für einen Prospekt wird Niemand davon abhalten, den Zinsfuß seiner Papiere von 5 auf 4 oder von 4 auf $3^1/_2$ Prozent zu reduziren.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber vielleicht durch die Möglichkeit, daß die neuen, in ihren Zinsen ermäßigten Effekten nicht an der Börse zugelassen werden!

Sachv. **Kämpf:** Den Fall halte ich für ganz undenkbar. Warum soll das Publikum, das die Papiere mit 4 Prozent erworben hat und nun bloß noch $3^1/_2$ Prozent bekommt, und schon dadurch in seinem Renteugenuß verkurzt ist, auch dadurch noch geschädigt werden, daß man diese Papiere, deren Grundlagen früher so waren, daß man sie zur Börse zugelassen hat, nun auch noch aus dem Kurszettel streicht und dem Publikum die Möglichkeit raubt, die Papiere verkaufen zu können?

Stellvertr. Vorsitzender: Ich würde allerdings eine andere Folgerung daraus ziehen. Es würde die Folge haben, daß der Schuldner zur Einlösung seiner Schuldenverbindlichkeit verpflichtet wird. Also den Fall kann man sich doch wohl praktisch denken.

Sachv. **Kämpf:** Ich glaube kaum, daß man sich den Fall praktisch denken kann. Die Zinsen werden herabgesetzt bei Kapitalüberfluß. Wenn der Zinsfuß so ist, daß der Schuldner für $3^1/_2$ Prozent Geld bekommt, dann ist das Publikum auch in der Lage, froh zu sein, daß es mit $3^1/_2$ Prozent seine Kapitalien weiter anlegen kann, denn wo anders kann es höhere Zinsen auch nicht bekommen; wenn der Zinsfuß $3^1/_2$ ist, so setzen alle diejenigen, die vierprozentige Papiere ausgegeben haben, den Zinsfuß auf $3^1/_2$ Prozent herunter; Niemand nimmt sein Geld zurück, denn wo anders kann er sein Geld nicht besser anlegen, aber es müßten Unternehmungen sein, die weniger sicher sind und insofern mehr Zinsen geben, und dazu beizutragen, scheint mir doch nicht die Absicht der Bestimmungen der leitenden Gesichtspunkte zu sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Meinen Sie, daß, als die portugiesische Anleihe konvertirt wurde, die Verhältnisse so lagen, und daß für das Publikum nicht wesentliche Vortheile daraus erwachsen wären, wenn das Börsenkommissariat die in ihren Zinsen ermäßigten Portugiesen nicht zugelassen und daher Portugal genöthigt hätte, die ganze Schuld baar zu bezahlen?

Sachv. **Kämpf:** Dann hätte das Publikum wahrscheinlich die Argentinier gekauft, die $4^1/_2$ Prozent Zinsen geben.

(Heiterkeit.)

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich, sich zu i zu äußern.

Sachv. **Kämpf:** „Soll eine längere Frist zwischen dem Aushang beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen müssen?"

Es kann darüber gestritten werden, ob es richtig ist, daß eine so kurze Zeit zwischen der Veröffentlichung des Prospekts und dem Erscheinen an der Börse liegt, und es ist von vielen Seiten ausgeführt worden, daß es sehr wünschenswerth wäre, wenn während dieser Zeit der Oeffentlichkeit, dem Publikum, den Zeitungen Gelegenheit gegeben würde, auf gewisse Uebelstände in den Papieren hinzuweisen. Aber auf der anderen Seite muß gesagt werden, daß bei der jetzigen Lage die Möglichkeit gar nicht vorhanden ist, etwaige Einwürfe, die gegen den Prospekt gemacht werden, gegen That-

sachen, die in dem Prospekt angeführt sind, auf ihre Richtigkeit zu prüfen. Es könnte in vielen Fällen sogar dahin kommen, daß böswillig Einwendungen gemacht werden, und daß auf diese Weise Personen, die ganz bona fide an der Emission betheiligt sind, geschädigt werden. Das Börsenkommissariat hat gar nicht die Möglichkeit, Thatsachen festzustellen. Dazu würde gehören, daß vor allen Dingen Zeugen vernommen werden könnten; diese Zeugen müßten sogar, wenn man schließlich der Sache auf den Grund gehen will, eidlich vernommen werden. Das könnte nach meiner Ansicht nur von einer richterlichen Behörde erfolgen, und deshalb verspreche ich mir von einer Verlängerung der Frist nichts.

Stellvertr. Vorsitzender: Nach den uns gewordenen Mittheilungen prüft das Börsenkommissariat jetzt die Prospekte nach der Richtung hin, ob sie alle Angaben enthalten, die nothwendig sind, um dem Publikum ein Urtheil über die Bonität des Unternehmens zu gewähren. Wenn das richtig wäre, so tritt doch das Börsenkommissariat in eine Prüfung der Angaben des Prospekts ein, und es würde auch jetzt einem böswilligen Konkurrenten die Möglichkeit gegeben werden, durch Bemängelung der Angaben in demselben eine Verzögerung in der Genehmigung seitens des Börsenkommissariats herbeizuführen — oder ist diese Auffassung nicht richtig?

Sachv. **Kämpf:** Es ist wenigstens bis jetzt nicht vorgekommen, daß derartige Einwände gemacht worden sind.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber das ist doch richtig, daß das Börsenkommissariat den Prospekt auch nach der Richtung hin prüft, ob er alle Angaben enthält, die nöthig sind, um ein Urtheil über die Bonität des Unternehmens zu haben?

Sachv. **Kämpf:** Ja, wenn nun aber Jemand anders, ein Dritter, kommt und sagt, hier ist noch die und die Thatsache, die muß mit angegeben werden, aber sie ist falsch angegeben, dann fragt das Börsenkommissariat den Emittenten wahrscheinlich: wie ist es mit dieser Thatsache. Dann würde nur in dem Prospekt aufgenommen werden müssen, was der Emittent über diese Thatsache zu sagen hat. Aber nun festzustellen, ob die bestrittene Thatsache oder die Angabe richtig ist, dazu fehlt es dem Börsenkommissariat an jeder Möglichkeit.

Senatspräsident **Dr. Wiener:** Ich wollte noch einmal fragen: ist denn nicht doch in diesen Auslassungen ein gewisser innerer Widerspruch? Der Herr Sachverständige hat uns vorher gesagt, das Publikum liest einen solchen Prospekt, zum mindesten im Detail, nicht. Er sagt uns jetzt, es ist eigentlich gar keine Möglichkeit vorhanden, Einwendungen gegen die Thatsachen dieses Prospekts in einer für das Publikum erheblichen Weise, ehe es sich entschließt, zu prüfen. Nun mache ich aus diesen beiden Dingen, die ich für vollkommen richtig halte, den Schluß, den ich schon früher gemacht hatte: der Prospekt ist eigentlich weniger zu dem Zweck da, das Publikum zur Entschließung oder zur Ablehnung je nach der Prüfung des Inhaltes zu bewegen, sondern er ist dazu da, daß die Emittenten sich selbst darüber klar werden sollen, ob das Papier emissionswürdig ist. Ich denke nun auch, daß, wenn der Anleiheschuldner allein den Prospekt unterzeichnet, allein das Budget als das richtige hinstellt, das Emissionshaus sich doch für verpflichtet erachtet, sowohl seines eigenen Interesses wegen, wie seines Emissionskredits wegen die betreffenden Thatsachen auf ihre Ueberzeugungskräftigkeit zu prüfen. Wenn es das nun thut, und wenn es dabei grob fahrlässig verfährt, sollte denn das nun so unbillig sein, daß in einem gewissen Maße diese grobe Fahrlässigkeit auch dem Abnehmer gegenüber vertreten werden sollte? Ich kann eigentlich doch nur als ganze Konsequenz dieser Ausführungen den Satz finden: es handelt sich um Millionen; grobe Fahrlässigkeit ist ein relativer Begriff; wir sind vom Richter abhängig; der Richter

kann irren; wir sind in unserer Emissionsthätigkeit gefährdet; wir riskiren, daß wir auf einen Irrthum hin zurückzahlen müssen. Nun wäre es ja doch denkbar, daß man den Begriff der groben Fahrlässigkeit nach einer Richtung zu steigern könnte, daß Mißanwendung ausgeschlossen würde. Ich habe schon früher erwähnt: den Begriff der sogenannten Böslichkeit, einen dem dolus nahekommenden, aber doch nicht von ihm gedeckten Begriff. Sollte denn das nun so unbillig sein, zu verlangen, daß der Emittent für eine bösliche Hintansetzung der Sorgfalt zu haften hätte?

Sachv. **Kämpf:** Ja, für einen dolus, meine ich, haftet der Emittent.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Gewiß, der dolus ist aber sehr schwer zu beweisen.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Herr Sachverständige hat vorher schon die Frage verneint.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja wohl, ich wollte das nur noch einmal zur Sprache bringen.

(Präsident Dr. Koch übernimmt wieder den Vorsitz.)

Vorsitzender: Wir kommen nun zu **k**, dem Handel per Erscheinen.

Sachv. **Kämpf:** In solchen Zeiten, wo es ruhig hergeht, wo die Spekulationslust des Publikums nicht angeregt ist, hat der Handel vor der Zutheilung keine Gefahr, und in solchen Zeiten, wo die Spekulationslust des Publikums zur Spekulationswuth wird, findet der Handel **vor** der Zutheilung statt, mag er offiziell gestattet sein oder nicht. Es ist mir ein Fall bekannt, daß bei einem Unternehmen, das so schlecht wie möglich gewesen ist, die Emission vergriffen war, bevor der Prospekt noch publizirt worden ist.

Vorsitzender: Findet ein offizieller Handel per Erscheinen statt?

Sachv. **Kämpf:** Ja, der findet statt.

Vorsitzender: Es wird also den vereideten Maklern ausdrücklich erlaubt, und es wird auch eine offizielle Notiz im Kurszettel aufgenommen?

Sachv. **Kämpf:** Eine offizielle Notiz im Kurszettel nicht, aber die vereideten Makler können, wenn ihnen ein Papier zum Handel überwiesen ist, darin handeln per Kasse, per Erscheinen oder auf Zeit.

Vorsitzender: Per Erscheinen, das ist doch immer ein Zeithandel in gewissem Sinne. Es ist doch jedenfalls ein Geschäft, was nicht sofort erfüllt werden kann, sondern erst dann, wenn das Papier ausgegeben wird.

Sachv. **Kämpf:** Ja, nicht in dem Sinne, wie das Zeitgeschäft, wo die Erfüllung an einem bestimmten Tage als wesentliches Moment betrachtet wird. So ist es beim Handel per Erscheinen nicht. Der Erscheinungstag wird ja erst später festgesetzt. Man weiß also in dem Augenblick, wo man handelt, noch nicht, an welchem Tage man zu erfüllen hat.

Vorsitzender: Nun wird ja gegen diese Form sehr wesentlich eingewandt, daß sie oft zur künstlichen Kurstreiberei benutzt wird.

Sachv. **Kämpf:** Das kann vorkommen, aber dann ist es jedenfalls besser, es geschieht unter offizieller Kontrole, als es geschieht ohne diese Kontrole. Wir haben wiederholt groben Unfug zu verhindern gewußt und sind im Stande gewesen, den Unfug dadurch zu verhindern, daß der Börsenkommissar bei der Kursfestsetzung derartiger Papiere, die zum ersten Mal an die Börse kamen, eingeschritten ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich weiß nicht, ob ich den Herrn Sachverständigen richtig dahin verstanden habe, daß er zwar den Handel vor der Zutheilung für einen Uebelstand erachtet, aber für einen solchen, der sich nicht abwenden läßt, oder ist er der Ansicht, daß dieser Handel per Erscheinen auch gewisse wirthschaftliche Vortheile biete und eventuell wem?

Sachv. **Kämpf:** Ja, er kann auch wirthschaftliche Vortheile bieten. Es giebt z. B. eine große Anzahl von Privatleuten, die nicht subskribiren wollen und namentlich nicht in solchen Zeiten, wo die Wogen des Geschäfts sehr hoch gehen. Wenn eine Anleihe herauskommt, für die das Publikum große Neigung hat oder eine Aktienemission, dann will der vorsichtige Privatmann nicht ungemessene Summen zeichnen, um schließlich eine kleine Summe zu bekommen. Es hat z. B. Jemand 10 000 Mark anzulegen; es kommt eine Anleihe, für die die ganze Welt schwärmt, man muß annehmen, daß man 10 000 Mark nur bekommen wird, wenn man 100 000 Mark zeichnet. Da sagt sich der vorsichtige Kapitalist: ja, dann will ich lieber 1 Prozent mehr bezahlen, will mich nur für 10 000 Mark engagiren und will lieber die Stücke fest kaufen, will sie per Erscheinen kaufen, dann weiß ich, woran ich bin, dann riskire ich nicht auf Wochen lang mit 100 000 Mark im Risiko zu sein. Das paßt mir nicht, ich bin ein vorsichtiger Mann. Mein Interesse geht dahin, 10 000 Mark von dem Papier zu haben, ich zahle lieber 1 oder $1^1/_2$ Prozent mehr und kann ruhig darüber schlafen.

Vorsitzender: Die große Mehrzahl der Sachverständigen haben sich als Freunde der vorliegenden Anregung bekannt. Manche haben sich nur gegen die amtliche Notiz erklärt, also für das Verbot der amtlichen Notiz; die meisten aber, und auch viele von den Berliner Herren, haben sich überhaupt gegen diesen Handel ausgesprochen und ein Verbot befürwortet,

(Sachv. Kämpf: Ich kann meine Ansicht nicht anders aussprechen!)

weil sie keinen ernstlichen Zweck in diesem Handel sehen. Sie (zum Sachverständigen) meinen aber doch, daß ein Bedürfniß vorliegt?

Sachv. **Kämpf:** Das, was ich gesagt habe, ist ein sehr ernster Zweck.

Vorsitzender: Kommen solche Fälle öfter vor?

Sachv. **Kämpf:** Ich frage z. B. die Herren aus Frankfurt, wo das Publikum auf derartige Zeichnungen durchaus nicht eingehen will, und wo die Kapitalisten sagen: gebt mir lieber feste Stücke.

Sachv. **Baer:** Ja, ich kann das vollkommen bestätigen.

Vorsitzender: Die sich nicht bei der Zeichnung betheiligen wollen.

Sachv. **Kämpf:** Die sich nicht betheiligen wollen, weil sie sich mit ungemessenen Summen engagiren müßten.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Der Handel per Erscheinen ist nothwendig gerade für den angegebenen Fall, wo man nicht sicher weiß, ob man die gewünschte Summe bekommt, wenn man nicht das Zehnfache zeichnet.

Vorsitzender: Wie ist nun Jemand in der Lage, als Verkäufer diese Summe bestimmt abzugeben? Das kann der Verkäufer vor der Zutheilung doch auch nicht.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Die Banken, die betheiligt waren, können es.

Sachv. **Kämpf:** Da treten die Spekulanten ein, die sagen: ich zeichne, ich riskire es für die $1^1/_2$ Prozent, die ich

mehr bekomme. Behalte ich mehr übrig, so werde ich sehen, wie ich es los werde, und bekomme ich weniger, so muß ich zukaufen, dann werde ich von den $1^1/_2$ Prozent etwas abgeben.

Vorsitzender: Manche sagten, die Konzertzeichner, wie man sie hier nennt, würden abgehalten, wenn man es verbieten wolle; die würden dann doch nicht in der Lage sein, zu zeichnen, wenn sie nicht auch in der Lage wären, wirklich abzunehmen.

Sachv. **Kämpf:** Für die Konzertzeichner macht es keinen Unterschied, ob sie durch vereidete Makler handeln oder durch nicht vereidete.

Vorsitzender: Sie würden das Verbot auch nach dieser Richtung hin für unwirksam halten?

Sachv. **Kämpf:** Für ganz unwirksam.

Vorsitzender: Sie sind auch der Meinung, Herr Geheimrath?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe die ersten Herren Sachverständigen über alle Punkte gefragt, so daß nun noch die anderen Herren über die Punkte ad a u. s. w. zu fragen sein würden.

Vorsitzender: Das würde also zunächst Herr Geheimrath von Wilmowski sein.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich habe ja keine Börsenbekanntschaft. Soviel ich aus der Prozeßpraxis weiß, sind die bisherigen Bestimmungen ausreichend und auch präzis im Allgemeinen. Ich habe keine Ausstellungen bekommen gegen das Verfahren, wie es in den veröffentlichten Bestimmungen enthalten ist und wie es auch praktisch gehandhabt wird; im Gegentheil, die Bestimmungen haben meines Erachtens ausgereicht, weil die allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen ausgereicht haben, unsolide Gründungen fern zu halten, zur Entschädigung zu zwingen u. s. w. Es hat sich das wiederholt in Prozessen gezeigt, daß die Bestimmungen wegen Zulassung und ähnliche Bestimmungen keinen Grund geben würden, Veränderungen zu wünschen. Im Gegentheil, die allgemeinen Rechtsgrundsätze über Betrug, Irrthum u. s. w. haben nach meiner Erfahrung ausgereicht. Ich würde eine Verschärfung im Sinne aller der Bestimmungen zu a bis d und zu g, h und k nicht für wünschenswerth oder nöthig gehalten haben mit Rücksicht auf diese allgemeinen Grundsätze, dagegen würde ich es allerdings für wünschenswerth gefunden haben, zu e und i — das sind die beiden Fristfragen — beide Fragen zu bejahen, nicht mit einer Frist, wie sie vorhin angegeben war, von sechs bis neun Monaten, sondern mit einer mäßigen Frist, einmal für die Emissionshäuser selbst und andererseits für das Verhalten des Publikums.

Vorsitzender: Also welche Frist? Würden Sie da Vorschläge machen?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Da mache ich keine bestimmten Vorschläge. Aber ich würde in beiden Fällen eine Frist wünschenswerth finden, einmal für die Emissionshäuser oder die emittirenden Einzelnen, und andererseits auch für das Publikum; im Falle i namentlich deshalb, weil denn doch eine längere Ueberlegung wünschenswerth ist, als, wie das bis jetzt so ziemlich üblich ist, eine Entschließung binnen 24 Stunden oder zweimal 24 Stunden zu fordern.

Vorsitzender: Also Sie sind dafür?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, ich würde jedenfalls eine längere Zeit wünschen, als bloß einen, zwei, drei Tage,

wesentlich deshalb, weil es nach meinen Erfahrungen allerdings nicht möglich ist, in ein, zwei Tagen Erkundigungen einzuziehen über die Reellität und Einzelnes, was im Prospekt angegeben ist, wohl aber Erkundigungen einzuziehen bei Solchen, die selbst wieder sachverständig sind, denn das Privatpublikum kann natürlich die Einzelheiten gar nicht prüfen und kann sich nur wieder an Sachverständige wenden. Die Frist von zweimal 24 Stunden, die in der Regel aber angegeben wird, ist in besonderen Verhältnissen ganz außerordentlich kurz.

Vorsitzender: Würden Sie es für richtig halten, etwa für ganz Deutschland eine solche Frist gesetzlich festzustellen?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Das ist eine eigene Sache. Das weiß ich nicht. Ich habe darin, aufrichtig gesagt, auch nicht die Erfahrung. Aber daß irgend eine Frist wünschenswerth ist, ist mir selbst aus Privatkreisen nur zu oft gesagt worden.

Vorsitzender: Es könnte ja von Aufsichtswegen dahin gewirkt werden, daß in die leitenden Gesichtspunkte oder in die Reglements eine derartige Bestimmung aufgenommen würde.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Das möchte ich allerdings wünschen. Im Allgemeinen ist es ja unbedingt wünschenswerth, irgend eine solche Frist festzustellen, und dann möchte ich es nur noch zu f wünschenswerth finden, daß allerdings die emittirende Bank den Prospekt unterzeichnet, mit dem sie hinausgeht, um die Papiere an der Börse unterzubringen. Das hat meines Erachtens die nothwendige Folge, daß die emittirende Bank dann auch natürlich für den Prospekt verantwortlich ist. Ist das aber der Fall, dann sind meines Erachtens weitere Kautelen nicht nöthig.

Vorsitzender: Das ist eine sehr ausführlich erörterte Frage. Sie hat ja mancherlei juristische Bedenken, die schon früher geltend gemacht sind. Auch in der Literatur ist die Frage sehr streitig gewesen; Sie werden sich des Lucca Pistoja-Streites, der auch zitirt worden ist, erinnern. Goldschmidt vertritt eine minder strenge Ansicht, er verlangt nur den dolus, andere Rechtslehrer, z. B. Windscheid u. s. w., sind mehr für Verantwortlichkeit schon bei einer bloßen culpa, bei Fahrlässigkeit. Sie würden die Haftung eines solchen Unternehmers nur dahin auffassen, daß die böse Absicht zu vertreten ist?

Sachv. Dr. **von Wilmowski** (einfallend): Doch nicht. Ich würde sie auch auffassen für culpa, nicht für eine levis culpa, sondern für das, was gemeinrechtlich als culpa lata gilt, also ein offenbares Versehen. Da würde ich auch das emittirende Haus verantwortlich machen.

Vorsitzender: Im Aktienrecht ist die Haftung ja auch etwas abgeschwächt. Es ist nur eine Haftung gegenüber der Gesellschaft; es sind dort andere Kautelen geschaffen.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, das wollte ich allerdings bemerken zur Frage d. — Ich mag nicht zu weitläufig werden. — Die Haftung im Aktienrecht ist der Gesellschaft gegenüber vorgeschrieben. Für das Publikum hat diese gar kein Interesse, oder verhältnißmäßig weniger Interesse. Da ist im Gesetz vorgeschrieben: die Haftung der Gesellschaft gegenüber nach den Verträgen. Die Verträge müssen ja auch zum Handelsregister eingereicht werden; zu f betreffen die Artikel 180 a, 213 b; nur die Haftung der Gesellschaft gegenüber.

Vorsitzender: Das heißt nicht gegenüber dem einzelnen Aktionär, dem einzelnen Besitzer der Aktie, sondern gegenüber den Organen der Gesellschaft?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja wohl, das ist richtig.

Vorsitzender: Für Obligationen haben wir ebenfalls die Frage erörtert, ob der Einzelne klagen kann, und zwar auch ein späterer Besitzer oder nur derjenige, der zur Zeit der Emission Besitzer war.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Nein, Herr Präsident, so weit möchte ich nicht gehen. Ich möchte keine Aenderung der Gesetzgebung in dieser Beziehung befürworten; aber ich lege Gewicht darauf, daß, wenn gleich der Einzelne nicht klagen kann — das kann er nicht, nach Artikel 180 und 213 ist nur der Gesellschaft gegenüber die Haftung bestimmt — sich der Einzelne doch auf ein solches Geschäft nicht einläßt, wenn er nicht weiß, er ist dafür verantwortlich. Er kann die Verantwortung nur durch einen Dritten beziehungsweise durch die Gesellschaft in Anspruch nehmen; er läßt sich aber auf ein Geschäft nicht ein, wenn es derart begründet wird, daß man sieht, es giebt sich die Gesellschaft beziehungsweise das Emissionshaus ein Dementi. Nur aus dem Grunde würde ich dagegen sein.

Vorsitzender: Ich verstehe das noch nicht recht. Sie wollen also nicht die Bestimmung des Handelsgesetzbuchs dahin erweitern, daß der einzelne Aktionär bei Verletzung der Verantwortung klagen darf, sondern nur die Gesellschaft?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja wohl, in der Beziehung will ich keine Aenderung treffen.

Vorsitzender: Aber bei anderen Papieren fehlt es doch an einem solchen Organ, wie bei Aktienunternehmungen, wenigstens nach der bestehenden Gesetzgebung. Die Obligationäre sind ja nicht zu einem Corpus vereinigt, wie in Oesterreich. Der corpus creditorum hat dort im Kurator einen Vertreter; das ist bei uns nicht der Fall. Hier würde also das Klagerecht nicht bestehen?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Das ist allerdings richtig. Aber ich bin der Meinung: das Publikum ist doch geschützt, abgesehen von seinem Klagerecht aus moralischen Gründen, weil das Emissionshaus dafür verantwortlich gemacht wird.

Vorsitzender: Ja, wenn Sie davon ausgehen, daß jedenfalls irgend eine Verantwortlichkeit bestehen muß, wer macht sie geltend, wenn die Aktie oder die Obligation auf Andere übergeht?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, wenn das für nöthig erachtet würde, würde ich allerdings auch lieber die Ausdehnung des Klagerechts des Einzelnen befürworten.

Vorsitzender: Auf die ersten Zeichner einer Obligation beziehungsweise Aktie?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Gegen die Emissionshäuser.

Vorsitzender: Nur der erste Zeichner soll klagen können?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, aber es hängt das indirekt mit der Frage zusammen. Die Haftung für die böswilligen Angaben tritt nach dem Aktiengesetz der Gesellschaft gegenüber ein. Die Haftung des Emissionshauses gegenüber denjenigen, die auf Grund der Ankündigung des Emissionshauses kaufen, ist ein Einzelrecht, das ist ein Recht, was der Einzelne meines Erachtens hat. Dafür brauchen wir meines Erachtens kein neues Gesetz, sondern das ist ein Recht, was aus der Emittirung folgt, ohne Rücksicht, ob das Emissionshaus selbst die Gesellschaft vertritt oder nicht.

Vorsitzender: Das läßt sich wohl juristisch konstruiren, aber die Erfahrung lehrt, daß es außerordentlich streitig ist, welche Ausdehnung die Verantwortlichkeit hat.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Aber es ist doch auch wiederholt angenommen, z. B. bei Elsaß, Bischweiler u. s. w.

Ich glaube, da sind wiederholt Prozesse vorgekommen, also auch bei Prozessen gegen die Sternberger Gesellschaft „Oelheim“. Da ist wiederholt das angenommen, und darauf will ich zurückgehen. Ich will nicht die Haftung der Aktionäre der Gesellschaft gegenüber ändern, aber ich bin der Meinung, das ist bestehendes Recht und das ist auch anerkannt, daß der Einzelne das Recht haben soll gegenüber dem emittirenden Haus, die Verantwortlichkeit des Emissionshauses in Anspruch zu nehmen, wenn es falsche Angaben macht. Das ist ein Recht, was unabhängig vom Aktienrecht besteht, und das möchte ich eben zu f erweitern dahin, daß nicht bloß für die Aktien, sondern auch für die sonstigen Papiere eines emittirenden Hauses ein Prospekt verlangt werden muß.

Vorsitzender: Es ist früher dagegen erinnert, das würde eine solche Erschwerung der Emission enthalten, daß das Unternehmerwesen dadurch lahm gelegt werden würde.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Das wage ich nicht weiter zu beurtheilen, ob es wünschenswerth ist oder nicht. Ich halte es für rathsam, im Interesse der Ehrlichkeit der Emissionshäuser.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte an den Herrn Stadrath Kämpf die Frage richten, ob er vom Standpunkt des Emissionshauses aus es für das geringere Uebel hält, wenn die zivilrechtliche Verantwortlichkeit der Emissionshäuser erweitert wird und sie auch für culpa lata haftbar erklärt werden, oder wenn größere Anforderungen an den Prospekt gestellt werden? Was würde der Herr Sachverständige für das geringere Uebel ansehen?

Sachv. **Kämpf:** Das läßt sich schwer sagen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sagten, Sie wollten eine Aenderung nach der Richtung hin, daß das Emissionshaus den Prospekt selbst unterzeichnet, sich nicht bloß darauf beruft, daß ein Anderer etwas gesagt hat, sondern nach Ihrer Meinung soll die Wirkung dabei darin bestehen, daß der Käufer dieses Papiers den Emittenten für die dicta promissa haftbar machen kann; aber wollen Sie annehmen, daß der Emissionshandel dann überhaupt ein das Publikum verantwortlich machendes Handeln sei, so daß Jeder, der in Folge dessen erworben hat, einen Anspruch habe, ohne daß er in ein Vertragsverhältniß zum Emittenten getreten ist?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich bin der Meinung, daß nach dem bestehenden Recht Jeder, der auf Grund einer solchen Emission handelt, keinen Unterschied sehen wird, ob er dem Emissionshause oder einer anderen Bank gegenüber handelt. Ich möchte die bestehende Gesetzgebung darin nicht ändern; unzweifelhaft ist das Recht einem Anderen gegenüber. Ob das Emissionshaus für die dicta promissa haften muß, ist allerdings recht zweifelhaft. Darüber möge man streiten, ob das, was einem anderen Manne gegenüber zulässig ist, meiner Persönlichkeit gegenüber nicht zulässig ist. Nach der Richtung hin möchte ich auch nicht eine Aenderung der Gesetzgebung vorschlagen, weil es meines Erachtens für den allgemeinen Zweck gut ist, es dabei zu lassen, daß man dem Privatmanne gegenüber das Emissionshaus verantwortlich machen kann. Nur in dieser Beziehung sind die verschiedenen Erkenntnisse ergangen, worauf ich Bezug genommen habe. Sie sind für den Fall erlassen, daß, wenn Jemand sich auf Grund einer Emissionserklärung eines Hauses an eine andere Bank wendet, dann das Emissionshaus dafür nicht verantwortlich ist, einfach aus dem juristischen Grunde, weil er mit der anderen Bank ein Vertragsverhältniß eingegangen ist, nicht mit dem Emissionshause. Ich möchte die allgemeine Gesetzgebung in dieser Be-

ziehung nicht abändern, ich halte es allgemein nicht für wünschenswerth, die Gesetzgebung zu oft zu öndern.

Senotspräsident Dr. **Wiener:** Sie wollen also nur das erhalten, wos Gesetz ist?

Sachv. Dr. **van Wilmowski:** Ich bin der Meinung, es reicht aus.

Varsitzender: Wie ist es mit dem kulpos Verschwiegenen?

Sachv. Dr. **van Wilmawski:** Das steht auf derselben Linie.

Senatsprösident Dr. **Wiener:** Das liegt auf der Grenze.

Vorsitzender: Das Aktiengesetz geht weiter; es entnimmt ous der Thatsache der öffentlichen Ankündigung eine Haftung für die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben sowie dösliche Schädigung durch Einlagen oder Uebernohmen.

Sacho. Dr. **van Wilmowski:** Jawohl; das steht aber ouf einem anderen Blatt. Aber im vorliegenden Fall reicht dos bestehende Recht vollständig ous. Jedes Emissionshons wird sich entschieden in Acht nehmen, eine Emission ohne vollstöndige Untersuchung vorzunehmen. Ich bin der Meinung, man sollte die Klinke der Gesetzgebung so wenig wie möglich in die Hond nehmen.

Varsitzender: Sie würden also eine Aenderung der Gesetze nicht befürworten. Es handelt sich hier disher nur um Prospekte, die den Orgonen der Börse zwecks der Zulassung zum Handel eingereicht werden. Giebt es nicht auch andere Prospekte, die in den Zeitungen veröffentlicht werden, worauf eine Zeichnung stattfindet?

Sachv. Dr. **van Wilmawski:** Dafür müssen sie von selbst haften.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dieser Prospekt muß veröffentlicht werden.

Varsitzender: Er hat hier mehr die Bedeutung einer Aufforderung, ouf dos Papier zu zeichnen oder dasselbe an der Borse zu kaufen.

Sachv. Dr. **van Wilmowski:** Es fällt schließlich zusammen; es wird kaum ein anderer Prospekt veröffentlicht.

Varsitzender: Es können Aktien sein, die längst gezeichnet sind und nun on den Morkt gebracht werden.

Sachv. Dr. **von Wilmawski:** Die Möglichkeit liegt vor.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann deckt sich das nicht. Ich möchte Herrn Stadtroth Kömpf einmol fragen: Das Börsenkommissariot kritisirt die Fassung des Prospekts, nicht wahr?

(Sachv. Kämpf: Ja!)

Es sagt: Das konnst du ober nicht sagen, oder das mußt du sagen. Der Prospekt muß zum Mindesten an der Börse ousgehängt werden.

Sochv. **Kämpf:** Es besteht die Bestimmung, daß der Referent sich zu überzeugen hat, daß der Prospekt, wie er in den Zeitnugen veröffentlicht ist, identisch ist mit dem Prospekt, wie er von dem Börsenkommissariat genehmigt ist.

Vorsitzender: Mau konn nicht sagen, daß, wenn Jemond durch den Makler on der Börse ein solches Papier von einem Dritten gekouft hat, er in irgend welches Vertragsverhältniß dadurch zu dem Emissionshause tritt. Vielleicht ließe sich on den Gedanken onknüpfen, daß in der Form der Ankündigung, in dem „in den Verkehr Bringen“, eine propositio ad incertam personam liegt. Das würde immerhin eine Aenderung der

bestehenden Gesetzgebung, mindestens eine Deklaration erforderlich machen. Die Frage ist außerordentlich zweifelhaft.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Eine Schwierigkeit beruht bei der Verantwortlichkeit für die Prospektangaben bezüglich der Emission der Aktien darin, daß hier in engeren Grenzen eine Verantwortlichkeit, aber nur gegenüber der Aktiengesellschaft, seitens der Emittenten bereits besteht. Es müßte vermieden werden, daß beide Verantwortlichkeiten mit einander koinzidiren. Daß eine Haftung für die Emission von Aktien einer defekten Gründung gegenüber der Aktiengesellschaft besteht, beruht auf rechtspolizeilichen Gründen. Die defekte Gesellschaft soll durch Nachzahlung des ihr Fehlenden, aber gesetzlich Erforderlichen gesund werden. Alsdann ist auch der Aktionär bis zu einem gewissen Grade befriedigt. Immerhin bleibt daneben, wie Herr Justizrath von Wilmowski ausgeführt hat, eine hierdurch noch nicht gedeckte individuelle Verantwortlichkeit der Emittenten gegen den Aktienerwerber, dessen Erwerb durch die Emission verursacht ist. Ich habe früher einmal zur Beseitigung der Konkurrenz der beiden Verantwortlichkeiten vorgeschlagen, daß der Emittent bei Belangung auf Grund der Verantwortlichkeit gegenüber dem einzelnen Aktienerwerber soll verlangen können, daß Schadenersatz nur gegen Rückgabe der Aktien geleistet werde, und daß er nur vom einzelnen Aktienerwerber insoweit in Anspruch genommen werden könne, als nicht der Anspruch der Aktiengesellschaft besteht. Ich glaube übrigens, daß die Auffassung des Herrn von Wilmowski in Verbindung mit dem vom Herrn Präsidenten hervorgehobenen Bedenken weiter greifen müßte, als Herr von Wilmowski will. Ich bin der Ueberzeugung, daß dadurch zwar der Käufer auf Grund eines Emissionskaufprospekts in gewissem Sinne gedeckt sein würde, daß das aber noch nicht die erforderliche Deckung des Publikums wäre.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Das ist allerdings richtig. Absolute Deckung wird schon deshalb nicht gewonnen, weil sehr viele sich nicht an das Emissionshaus wenden, sondern an einen beliebigen anderen Bankier. Wenn man darin weiter gehen würde, würde ich auch nichts dagegen haben, daß man das Emissionshaus geradezu verpflichtet, verantwortlich zu sein für den Prospekt, den es bei der Emission herausgiebt, und zwar jedem Besitzer. Das würde die Konsequenz sein und würde dann die volle Deckung geben. Ich würde mich aber scheuen, einen Vorschlag in diesem Umfange zu machen, weil ich wünsche, so wenig wie möglich legislatorisch vorzugehen. Das ist aber richtig; eine volle Deckung würde nur dann vorhanden sein, wenn man legislatorisch vorschlüge, das Emissionshaus Jedem gegenüber verantwortlich zu machen für die Richtigkeit der dicta promissa und für die dolos oder kulpos verschwiegenen Angaben.

Sachv. **von Guaita:** Ich werde mich sehr kurz fassen, da ich demjenigen, was Herr Stadtrath Kampf gesagt hat, beistimmen kann. Im Uebrigen wollte ich nur erwähnen, was Frankfurt anlangt: wir haben 1889 auf Vorschlag der Handelskammer bekannt gegeben, in einzelnen Fällen noch weitergehende Ansprüche bezüglich des Prospektes erheben zu können oder die Zulassung auch aus anderen zur Mittheilung an die Interessenten nicht geeigneten Gründen zu verweigern, aber von der einen oder anderen erforderlichen Anforderung abzugehen, sofern diese zur Beurtheilung der Solidität der neuen Effekten wichtige Angaben sich auf andere Art besser und zweckmäßiger bewirken lassen. Wir machen von dieser Bestimmung der Handelskammer Gebrauch, und wenn es auch selten vorkommt, so ist es doch vorgekommen, daß wir weitere Auskunft von den emittirenden Häusern verlangt haben. Aus meiner Praxis kann ich nur angeben, daß in einem einzigen Fall beschlossen worden ist, dem Emittenten zu empfehlen, die Emission aufzugeben. Das ist, wie heute früh schon gesagt worden ist,

nicht in der Form geschehen, daß man ihm erklärt hat: deine Sache ist nicht gut, nimm sie zurück, wir verweigern die Genehmigung. Wir haben es für zweckmäßig gehalten, dem Betreffenden den Rath zu geben: nimm den Prospekt zurück, es ist eine Strömung dagegen vorhanden. Wir wollen lieber kein Material in der Sache besitzen. In diesem fraglichen Fall hat sich das als günstig erwiesen. Wir prüfen auch etwas die Bonität eines Papiers.

Zu a möchte ich erwähnen, daß ich die staatliche Einwirkung unbedingt für unrichtig und nicht für nützlich halte,

(Reichsbankpräsident Dr. Koch übernimmt wieder den Vorsitz.)

weil der Staat damit eine Verantwortung für die Bonität dieser Papiere übernimmt. Das ist ein Punkt, auf den ich wohl nicht weiter einzugehen brauche. Der Erfolg würde sein, daß das Publikum sorgloser gemacht wird und denkt, wenn der Staat sich der Sache angenommen hat, wird sie gut sein.

Was den Prospekt anlangt, so halte ich lange Prospekte nicht für wünschenswerth. Das Publikum soll aus kurzen Angaben ersehen, um was es sich handelt. Ein gewisses Risiko ist für Jeden jederzeit damit verbunden.

Vorsitzender: Wie halten Sie es in Frankfurt mit dem Grundkapital?

Sachv. **von Guaita:** Es muß immer mindestens 1 Million sein. Für Frankfurt selbst sind wir unter 1 Million herunter gegangen für einen präzisen Fall, in einem lokalen Unternehmen, mit welchem verschiedene Frankfurter Interessen verknüpft waren. Die Aktien waren ja weit verkauft, es war wünschenswerth, daß der Markt für sie eröffnet wurde. Ich kann hinzufügen: leider; denn es hat sich nicht als günstig erwiesen.

Vorsitzender: Halten Sie es für gerechtfertigt, wenn das Papier einen unsicheren Eindruck macht, die Zulassung zu versagen?

Sachv. **von Guaita:** Ich habe bereits erwähnt, daß wir auf Grund einer Bestimmung vom Jahre 1889 weiter gehende Ansprüche stellen können und daß wir auch davon Gebrauch gemacht haben, wenn auch selten. Mir ist ein Fall bekannt, daß wir dem Betreffenden die Papiere zurückgegeben haben.

Vorsitzender: War die Person verdächtig oder erregten gewisse Umstände einen Verdacht?

Sachv. **von Guaita:** Das Unternehmen als solches schien nicht gesund zu sein.

Zu i hätte ich nur zu sagen, daß wir in Frankfurt gern eine Frist von vier bis sechs Tagen eingehen würden.

Prof. **Dr. Cahn:** Es ist vorher von Herrn Stadtrath Kämpf und auch von den anderen Herren Sachverständigen immer als typischer Einwand gegen eine staatliche Einwirkung angeführt worden, das Publikum werde dadurch sehr unvorsichtig werden, es werde die staatliche Aufsicht verwechseln mit der staatlichen Garantie. Nun möchte ich die Herren fragen, ob sie irgend eine Erfahrung aus ihrer Praxis dafür anführen können, daß das Publikum durch eine staatliche Aufsicht zu dieser Meinung verleitet worden ist.

Sachv. **von Guaita:** Ich für meinen Theil habe keine Erfahrung auf diesem Gebiet, weil keine existirt. Aber die Ueberlegung giebt mir das an. Ich kann das mir nicht anders denken. Im gegebenen Fall würde eine derartige staatliche Mitwirkung ganz erwünscht sein. Für mich persönlich, wenn ich ein Papier zu kaufen hätte und wüßte, daß der Staat dies Papier geprüft hat und empfiehlt, so würde das mir persönlich eine Art Beruhigung sein und sagen: das kann ich dreist kaufen.

Professor Dr. **Cohn:** Ich habe das nur konstatirt sehen wollen, daß eine solche Erfahrung nicht vorliegt. Andererseits verweise ich Sie auf die Erfahrung durch die Methode der Analogien auf denjenigen Gebieten, wo der Staat in der That eine Aufsicht übt, und frage: hat sich diese Folge eingestellt? Und wenn ich die Antwort erhalte, daß eine solche Folge nicht eingetreten ist, so wird auch hier jene Befürchtung nicht zutreffend sein. Das Publikum bildet sich doch keineswegs ein, daß der Staat eine Garantie für das Leben übernimmt, wenn er Schutzmänner auf die Straße stellt. Die Unfälle würden aber viel zahlreicher sein, wenn wir keine Polizei hätten. Wir müssen doch nach solcher zwingenden Erfahrung urtheilen, nicht aber nach einer bloßen Meinung, nach gewissen Doktrinen. Gegen den Staatskommissar wird immer wieder angeführt: Die Folge davon wird sein, daß das Publikum sich einbildet, der Staat garantire die Bonität der Papiere. Das wird nach jenen Erfahrungen nicht die Folge sein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte zunächst nur anführen, daß wir auf einem sehr wesentlichen Gebiet, dem Versicherungswesen, noch eine staatliche Konzession haben, daß Versicherungsgesellschaften der staatlichen Genehmigung bedürfen; mir ist aber nicht bekannt geworden, daß das Publikum mit Rücksicht auf diese staatliche Genehmigung Versicherungsgesellschaften ein größeres Vertrauen mit Unrecht entgegenbringt, als anderen Unternehmungen. Vielleicht haben die Herren Sachverständigen die Güte, auch nach dieser Richtung ihre Ansicht zu äußern? Dann möchte ich noch hervorheben und bitte, sich darüber zu äußern: wenn, wie es jetzt der Fall ist, fast alle Unternehmungen zur Börsennotiz zugelassen werden — in Berlin sind nur drei, vier, in Breslau, glaube ich, eins zurückgewiesen worden — obwohl unter den zugelassenen Unternehmungen, sich bekanntermaßen eine kleine Anzahl sehr schlimmer, eine größere Anzahl zweifelhafter Art befunden haben, kann sich dann, da alle diese Werthe Eingang ins Publikum gefunden haben, der gegenwärtige Zustand überhaupt noch verschlechtern, wenn ein staatlicher Kommissar mitwirkt? Ich bitte sich auch darüber zu äußern.

Sachv. **von Guaita:** Eine Verschlechterung würde nicht eintreten. Ich kann mir aber nicht denken, wenn in einem Fall eine staatliche Mitwirkung beschlossen wird, warum sie in einem anderen Fall nicht beschlossen werden soll. Man kann a priori nicht wissen: hierfür wird eine staatliche Mitwirkung günstig und nothwendig sein, und wenn ein Bedürfniß nicht vorliegt, da halte ich sie für meinen Theil für nachtheilig.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich weiß nicht, ob Sie mich recht verstanden haben. Ich frage: wenn jetzt ausnahmslos alle Effekten zugelassen werden und auch die schlimmsten Eingang beim Publikum gefunden haben, welcher Nachtheil kann daraus entstehen, daß der Staatskommissar bei der Berathung und Zulassung zur Notiz mitwirkt? Mehr beschwindelt als gegenwärtig kann das Publikum doch nicht dadurch werden, daß ein Staatskommissar mitwirkt. Sie können sagen, er bietet keinen Schutz, aber Sie können doch nicht sagen: seine Mitwirkung ist nachtheilig.

Sachv. **von Guaita:** Unbedingt nicht. Ich sehe nur eine nachtheilige Folge darin, daß, wenn eine gewisse Befürwortung stattgefunden hat, eine größere Vertrauensseligkeit in das Publikum gelangt, und das befürchte ich.

Vorsitzender: Sie stützen sich auf die Bedenken, welche zur Aufhebung der Konzession der Aktiengesellschaften geführt haben. Man hat 1870 diese Konzession abgeschafft, weil man befürchtete, der Staat übernehme eine Garantie. Haben Sie auf dem Gebiet irgend welche besondere Erfahrungen, z. B. auf dem Gebiet des Versicherungswesens?

Sachv. **von Gnaita:** Nein, aber auf ein Papier, das vom Staat emittirt wird, legen die Leute einen viel größeren Werth. Das geht daraus hervor, daß für Staatspapiere von Hause aus ein Agio besteht.

Vorsitzender: Die Mitwirkung könnte in einem Vetorecht bestehen. Das Publikum würde dadurch in gewissem Grade geschützt werden gegen absolut unsolide Papiere; aber man kann sich sehr schwer ein Bild davon machen, weil in Deutschland bisher eine Erfahrung nicht besteht und die Erfahrungen, die man in Oesterreich mit dem Staatskommissar gemacht hat, der auch bei der Zulassung mitwirkt, des Näheren nicht bekannt sind.

Sachv. Dr. **von Witmowski:** Ich wollte nur im Hinblick auf die Erfahrungen daran erinnern, daß gerade aus dem Grunde, weil es nicht wünschenswerth erscheint, daß der Staat sich zu Gunsten irgend eines Privatunternehmens ins Mittel legt, die Konzessionirung von Aktiengesellschaften durch den Staat fortgefallen ist, und zweitens auf die andere Erfahrung, die wir gemacht haben bei den Bodenkreditaktienbanken. Da steht bekanntlich die preußische Zentralbodenkreditaktienbank, bei der ein Staatskommissar mitwirkt, unzweifelhaft in der Meinung des Publikums obenan, und ohne Frage legt das Publikum außerordentlich Werth darauf, daß ein Staatskommissar da ist und das ganze Geschäft überwacht. Dagegen ist allen anderen Bodenkreditaktienbanken der Staatskommissar verweigert, und zwar unter Anführung des Grundes, daß es für den Staat selbst nachtheilig erscheine, in dem Publikum den Glauben zu erwecken, als wäre durch die Mitwirkung des Staatskommissars etwas besonders Schönes und besonders Solides hervorgerufen. Z. B. ist bei der schlesischen Bodenkredit-Aktienbank, die an Solidität der preußischen Zentralbodenkreditaktienbank kaum etwas nachgiebt, ausdrücklich der Staatskommissar von Staatswegen abgelehnt worden, und zwar aus dem angegebenen Grunde. Daß dieser Grund richtig ist, das zeigt meines Erachtens das Verhältniß der Banken gegenüber der preußischen Zentralbodenkreditaktienbank. Die steht unzweifelhaft sowohl im Kurs, als auch im Geschäft vorn an.

Vorsitzender: Es giebt einzelne Bodenkreditaktienbanken, die ungefähr denselben Rang einnehmen. Nun hat aber bei diesen Banken der Staatskommissar andere Funktionen, nicht nur eine beaufsichtigende, sondern er ist mit ein Instrument zur Begründung des Pfandbesitzes.

Sachv. Dr. **von Witmowski:** Das ist richtig.

Vorsitzender: In der That hat sich bei uns das anders entwickelt wie z. B. in Frankreich, wo Institute wie der Crédit Foncier mit einer gewissen öffentlichen Funktion bekleidet sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Diese Mittheilung veranlaßt mich, an den Herrn Sachverständigen die Frage zu richten, ob sich aus der Mitwirkung von Staatsorganen bei der preußischen Bodenkreditaktiengesellschaft Bedenken ergeben haben. Es würde doch nur dann eine besondere Befürchtung gerechtfertigt sein, wenn die preußische Bodenkreditaktiengesellschaft mit Unrecht eine höhere Werthschätzung seitens des Publikums in Folge des Staatskommissars erführe, als ihr sonst zukäme. Ich weiß nicht, ob der Herr Sachverständige dem hat Ausdruck geben wollen?

Sachv. Dr. **von Witmowski:** Das will ich nicht sagen, daß es für den Staat bedenklich gewesen ist. Ich wollte nur darauf hinweisen, daß die Mitwirkung eines staatlichen Kommissars bei einem Bankinstitut allerdings im Sinne des Publikums die Wirkung gehabt hat, daß die Aktien und Obligationen der preußischen Zentralbodenkreditaktienbank bei Weitem höher stehen wie die anderen. Ich wollte daraus folgern, daß das Publikum in der That bedeutenden Werth darauf legt; ob

der Staat nicht einmal Versehen machen kann, will ich dahingestellt sein lassen. Für die Gläubigkeit des Publikums ist es wesentlich, daß es unrichtigerweise annimmt, es sei bei staatlicher Mitwirkung gegen jeden Schaden gedeckt; nicht aber, ob wirklich schon bei staatlicher Aufsicht, soweit sie besteht, Nachtheile zu erfahren waren. Diese Erfahrung könnte man nur machen, wenn Jemand trotz aller Beaufsichtigung und Prüfung einmal hineingefallen wäre.

Vorsitzender: Eine allgemeine Aufsicht besteht auch über die Provinziallandschaften.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Eine allgemeine Aufsicht, aber keine spezielle Mitwirkung. Für das Publikum besteht in der That die Meinung, und die Ansicht der Herren ist ganz richtig, wenn ein Staatskommissar dabei ist, so leistet der Staat doch eine gewisse Garantie.

Sachv. **Baer:** Ich habe den Ausführungen des Herrn Stadtrath Kämpf wenig mehr hinzuzufügen. Ich möchte nur gleich beiläufig die Bemerkung einschalten, daß eine staatliche Mitwirkung außerordentlich schwierig sein wird, weil die Bonität eines Papiers nicht Jedem zu beurtheilen leicht ist. Das ist manchmal außerordentlich schwierig, selbst für die gewiegtesten Finanzleute. In Oesterreich hat sich der Staatskommissar meines Wissens sehr wenig bewährt, denn die Staatsaufsicht, die in Oesterreich gehandhabt wird, hat den großen Krach in den siebziger Jahren nicht verhindert, einen Krach, wie wir ihn in Deutschland überhaupt noch nicht gehabt haben. Die Kurse gingen nicht bloß zurück, sondern die Papiere wurden werthlos über Nacht.

Vorsitzender: Der große Krach war 1873. Das österreichische Börsengesetz ist vom 1. April 1875.

Sachv. **Baer:** Etwas Aehnliches hat aber auch schon vorher existirt. Was die Frage b anbelangt, so würde das die Zulassung ausländischer Papiere nicht verhindern. Wenn man den Betrag zu hoch setzte, so würden die schlechten Staaten sich einfach darnach richten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Aber das kleine Publikum würde bewahrt werden! Wenn große Leute sich den Luxus weniger sicherer Anleihen erlauben, so würde man nichts dagegen haben; man muß die Frage von dem Gesichtspunkte aus beantworten, wenigstens das kleine Publikum von den zweifelhaften Unternehmungen fern zu halten.

Vorsitzender: In der That laufen eine Menge ausländischer Obligationen zu einem kleinen Betrage um. Bei Aktien würde es aber wohl weniger bedenklich erscheinen, wenn man den Mindestbetrag höher setzte? Ausländische Aktien sind für das Publikum weniger geeignet.

Sachv. **Baer:** Das hat Alles seine zwei Seiten. Wenn der Betrag nicht ziemlich hoch gegriffen ist, wird das kleine Publikum sich nicht abhalten lassen.

Vorsitzender: Ausländische Schifffahrtsaktien, Bankaktien, Bahnaktien u. dergl. werden im ziemlichen Umfange gehandelt. Beispielsweise lauten die Aktien der italienischen Schifffahrtsgesellschaft „La Veloce“ nur über einen ziemlich geringen Betrag.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Die Veloce hat 500 Francs. Die Stammaktien der vereinigten Schweizerbahn 200 Francs. Das sind die kleinsten.

Vorsitzender: Es ging mir ein Schreiben von einem Mann aus Guben dieser Tage zu, das sehr charakteristisch ist. Mit dem Zins, den ihm hier die Papiere gewährten, sei er nicht ausgekommen, er hätte sich anderswohin, ins Ausland,

gewendet, hier habe man ihm Industrieaktien verschafft und er habe große Verluste erlitten.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** In diesem Fall würde die Bestimmung auch nichts genutzt haben.

Sachv. **Baer:** Jawohl, die Leute können ja überall kaufen.

Vorsitzender: Würden Sie es für nachtheilig halten, den Mindestbetrag zu erhöhen?

Sachv. **Baer:** Ich befürchte, man erreicht nicht den Zweck. Der kleine Mann kommt zu dem Bankier und fragt, was soll ich kaufen? Der Mann hat nur einen kleinen Betrag, und dann kann er nichts kaufen.

Vorsitzender: Ist es nicht ein Mißstand, daß mit ausländischen Aktien viel Schwindel getrieben wird, und würde es sich nicht empfehlen, das zu erschweren?

Sachv. **Baer:** Es ist nur die Schwierigkeit, die richtige Grenze zu finden. Es giebt eine Menge Aktien, die auch von kleinen Leuten gekauft werden können. Die können nicht ausgeschlossen werden. Die Schwierigkeit, zu entscheiden, was im Deutschen Reiche zuzulassen ist, was nicht, würde bestehen bleiben.

Vorsitzender: Sie würden darin nicht eine Gefahr sehen?

Sachv. **Baer:** Nein. Zu c schließe ich mich den gemachten Ausführungen an.

Vorsitzender: Einen wie hohen Betrag würden Sie ziffermäßig befürworten?

Sachv. **Baer:** Bei uns hat sich bis jetzt die Grenze von 1 Million ziemlich bewährt, wenn auch in wilden Zeiten, wo allzu leichtsinnig gegründet wird, um die Kursnotiz zu erhalten, manche Unternehmungen möglicherweise künstlich gesteigert würden.

Vorsitzender: Einzelne Herren, besonders aus dem Kreise der Berliner Sachverständigen, haben sich dafür ausgesprochen, daß der Mindestbetrag des Grundkapitals auf 3 Millionen erhöht wird.

Sachv. **Baer:** Wenn der Betrag so hoch gegriffen wird, so wird vielen Unternehmungen die Möglichkeit genommen, das Geschäft in eine Aktiengesellschaft umzuwandeln, die allein die Möglichkeit bietet, das Geschäft zu vergrößern. Man würde damit auch solide Unternehmungen treffen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte mir die Bemerkung erlauben: die Umwandlung ist natürlich gestattet, aber es soll verhindert werden, daß solche kleine Unternehmungen an die Börse kommen.

Sachv. **Baer:** Das war auch meine Ansicht, aber in dem Moment, wo die Zulassung zur Börse unmöglich gemacht wird, wird die finanzielle Hilfe nicht so leicht sein, wie im umgekehrten Fall.

Vorsitzender: Sie erkennen es also als gerechtfertigt an, daß man ein gewisses Mindestkapital fordert. Sie wollen nur nicht zu hoch greifen, und Sie meinen, daß 1 Million ausreicht?

Sachv. **Baer:** Ich meine, daß die Praxis im Großen und Ganzen sich bewährt hat. In Frankfurt haben wir 1 Million.

Vorsitzender: Dann bitte ich noch zu den übrigen Punkten sich zu äußern.

Sachv. **Baer:** Im Bezug auf die Unterfrage e, ob die Zulassung von Aktien von einem gewissen Zeitraum abhängig zu machen ist, schließe ich mich den Ausführungen der anderen Herren Sachverständigen an.

Was zu f die Verantwortlichkeit für den Prospekt anlangt, so stellt das Gesetz von 1884 über die Aktiengesellschaften eine sehr große Verantwortlichkeit an den Aufsichtsrath u. s. w. Ich glaube auch, daß für die Nichtaktiengesellschaften, für fremde Staatspapiere, überhaupt für Alles, was nicht in Aktien schlägt, das jetzige Gesetz doch insofern schon genügenden Schutz des Besitzers bietet, als nach der in Frankfurt bestehenden Auffassung jeder Besitzer oder Subskribent auf Grund des Prospektes, wenn er fnlsche Angaben enthält, sich an das Emissionshaus halten kann.

Vorsitzender: Aber nur der Subskribent, nicht der Rechtsnachfolger?

Sachv. **Baer:** Nur der Subskribent.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Herr Justizrath von Wilmowski hob hervor, daß er die Haftung auch für culpa lata aussprechen wollte. Ist das auch Ihre Ansicht, oder wollen Sie sie bloß auf dolus beschränken?

Sachv. **Baer:** Ich meine, daß die Haftung für dolus zu beschränken sei. Nehmen wir an, es wird die Emission einer ausländischen Anleihe gemacht. Das Budget wird im Prospekt veröffentlicht. Das kann nur geschehen nach den Angaben des betreffenden Ministeriums. Nun kommt heraus, daß es einen Fehter enthält, das Budget differirt. Das Emissionshaus, welches in gutem Glauben diese Angabe gemacht hat, könnte doch nicht verantwortlich gemacht werden.

Vorsitzender: Es fragt sich wohl auch nur, ob ein grobes Versehen vorliegt, ob es kein Mittel angewandt hat, die Angabe des fremden Ministeriums zu prüfen.

Senatspräsident Dr. **Wirner:** Es steckt in dem Vorschlag des Herrn von Wilmowski Vieles, was anscheinend nicht gewürdigt wird. Wenn es richtig ist, daß das Emissionshaus den Prospekt selbst unterzeichnen muß, so würde es dem Emissionskäufer schlechthin dafür haften, wenn die materiellen Angaben, z. B. bezüglich des Budgets, unrichtig wären, vom Standpunkt des dictum und promissum aus, auch wenn das Emissionshaus gar kein Verschulden bei der Prüfung träfe. Deshalb unterzeichnen auch vorsichtige Emissionshäuser selber nicht derartige Prospekte, sondern sie erklären: der Minister hat das Budget so aufgestellt. Dann liegt die Sache natürlich anders.

Sachv. **Baer:** Das müssen die Häuser gerade vermeiden, daß eine weitere Verantwortlichkeit für sie herbeigeführt wird. Darum wird der Prospekt von der betreffenden Regierung unterzeichnet und unten steht: die und die Häuser laden zur Emission ein.

Senatspräsident Dr. **Wirner:** In Folge dessen ist der Vorschlng des Herrn von Wilmowski viel folgenschwerer, als Sie annehmen.

Vorsitzender: Die Herren haben sich nicht deutlich ausgesprochen, ob das Emissionshaus den ganzen Inhalt des Prospekts unterzeichnen muß.

Sachv. **Baer:** Für die Sicherheit der Subskribenten wäre es jedenfalls wünschenswerth. Aber es wäre außerordentlich schwierig und auch nicht gerecht, für alle Angaben haften zu müssen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Deshalb stehe ich auf dem Standpunkt und frage, ob es nicht viel gerechtfertigter wäre, statt dieser Verantwortlichkeit eine allgemeine Verantwortlichkeit

für dolus und den Fall, der dem dolus außerordentlich nahe kommt, gegen das Publikum zu statuiren. Dann würden für bei sorgfältiger Prüfung nicht zu erkennende Irrthümer die Emittenten nicht haften.

Sachv. **Baer:** Ich glaube nicht, daß man berechtigt ist, mehr als die Haftung für dolus zu verlangen.

Vorsitzender: Herr Senatspräsident Dr. Wiener meint nur, daß es schärfer sei, wenn man den Prospekt unterzeichnen muß, als wenn man den Grundsatz annimmt, daß nur für culpa lata gehaftet werden muß.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dem den Prospekt unterzeichnenden Emittenten würde der Käufer sagen: Du hast das unterzeichnet, darin ist ein Budget des Anleiheschuldners, darauf durfte ich den größten Werth legen, das Budget ist unrichtig. Du haftest für das Versicherte, auch wenn deine Prüfung kein Tadel trifft. Nimm deine Obligation zurück.

Vorsitzender: Man hat gewissermaßen die Wahl zwischen diesen beiden Vorschlägen. Halten Sie es für zweckmäßiger, daß man die Haftung für culpa lata festsetzt oder die Unterzeichnung des ganzen Prospektes fordert?

Sachv. **Baer:** Die Unterzeichnung des ganzen Prospekts halte ich für zweckmäßig.

Zu g ist ausführlich gesprochen worden, daß solche Angaben außerordentlich leicht umgangen werden können durch alle möglichen Abmachungen. Es würde dadurch keine Sicherheit geschaffen werden. In wilden Zeiten würde das Publikum sich ganz gewiß nicht abhalten lassen.

Was h angeht, so glaube ich wohl, daß man den Prospektzwang auf beide Kategorien ausdehnen kann.

Vorsitzender: Das ist von den anderen Herren Sachverständigen auch empfohlen worden.

Sachv. **Baer:** Zu i möchte ich eine Fristbestimmung entschieden befürworten, weil bei uns in Süddeutschland z. B. Emissionen sehr plötzlich gemacht worden sind. Der Prospekt erschien Abends, und am anderen Tage ließ man schon subskribiren. Es war eine wilde Zeit. Es wird sich eine Frist empfehlen, damit die Zeitungen Zeit zur Kritik haben. Es müssen etwa vier bis sechs Tage dazwischen liegen.

Zu k möchte ich darauf hinweisen, daß, wenn der Handel per Erscheinen verboten wird, das auch seine schlimmen Seiten hat. Z. B. würde dies auch die deutschen Anleihen treffen. Es hat nach meiner unmaßgeblichen Ansicht nicht zum Nachtheil geführt, daß solcher Freihandel der preußischen Konsols stattgefunden hat. Es haben viele Leute Obligationen haben wollen, und sie haben gewußt, daß sie stark überzeichnet werden; da haben sie sich durch Freihandel gesichert. Ich gebe sehr gern zu, daß durch den Handel im freien Verkehr manche Agiotage herbeigeführt worden ist, daß darum sehr viele Konzertzeichner, oder sagen wir auch Leute, denen es gar nicht um ernsten Besitz zu thun war, sich um die Papiere gerissen haben. Ich gebe gern zu, daß das reelle Bankgeschäft auch ohne das existiren wird; aber auch andere Länder haben diesen Handel nicht beanstandet. Die französische Regierung hat große Erfolge erzielt bei ihren Staatsanleihen gerade dadurch, daß schon Wochen lang vorher gehandelt wird. Speziell da hat es immer zu großen Erfolgen geführt. Ob es richtig ist, daß jedes Papier, das eben an die Börse kommt, vorher schon 8 bis 14 Tage gehandelt wird, lasse ich dahingestellt.

Vorsitzender: Es wäre zu befürchten, daß auch die Kurse dadurch nachtheilig beeinflußt werden könnten?

Sachv. **Baer:** Das will ich nicht bestreiten, und ich habe bereits zugegeben, daß ein großer Anreiz in dieser Agiotage vor der Emission liegt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur darauf hinweisen, daß, wie preußische und Reichsanleihe nicht dem Urtheil der Börsenvorstände über die Zulassung zur Kursnotirung unterliegen, man sie auch hier ausnehmen könnte. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, seine Ansicht präzise auszudrücken. Er hat sich wiederholt dahin geäußert, er gebe zu, daß gewisse Nachtheile darin liegen, aber auch gewisse Vortheile, und das würde schwer abzuwägen sein. Die Nachtheile liegen doch völlig auf der Hand. Es ist schon hervorgehoben, daß Emissionshäuser, obwohl sie zur allgemeinen Zeichnung aufgefordert haben, gleichwohl die Anleihe freihändig an der Börse zu verkaufen sich bemühen und zu diesem Zweck nicht kontrolirbare Angaben machen und die Leute täuschen, und ich möchte fragen, ob die Nachtheile, die darin liegen, die Vortheile, die Herr Stadtrath Kämpf uns dargelegt hat, übersteigen, ob der Handel per Erscheinen in Summa bei Abwägung der Vortheile und Nachtheile als nützlich und zweckmäßig, oder schädlich und als zu unterdrücken anzusehen sei.

Sachv. **Baer:** Ich möchte mich für das Letztere aussprechen.

Vorsitzender: Sie halten das also für schädlich und würden es verhindern.

Ich weiß nicht, ob vorher schon die Frage erörtert ist, ob man für ganz Deutschland einheitliche Bestimmungen über die Zulassung von Papieren zur Börse treffen solle. Es hängt das etwas zusammen mit dem Institut der Makler.

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Die Frage kann ich nicht beurtheilen, ich kann dazu nicht Stellung nehmen.

Vorsitzender: Eine gesetzliche Regelung auf legislatorischem Wege ist allerdings recht schwer. Es handelt sich zunächst nur um die Zulassung zur Börse.

Sachv. **Kämpf:** Ich sehe keinen Grund, warum das nicht gemacht werden könnte.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte mir erlauben, darauf aufmerksam zu machen, daß man die örtlichen Bestimmungen den täglichen Erfordernissen anpassen muß, um den Verkehr nicht einzuschränken. Wenn derartige Dinge aber für ganz Deutschland gelten sollen, so wird eine etwaige Abweichung davon, welche den täglichen Erfordernissen folgt, in Zukunft für den einzelnen Platz sehr schwierig sein, weil man das nicht würde thun können, ohne sich jedesmal mit den anderen Plätzen ins Einvernehmen zu setzen, wobei eine Reihe derselben die Aenderung zulassen würde, die anderen nicht. Würde nicht dieser Gesichtspunkt auch Berücksichtigung verdienen?

Sachv. **Kämpf:** Ich bin der Meinung, daß die Grundsätze allgemein eingeführt werden sollten, die Spezialitäten aber jedem Einzelnen überlassen bleiben. Letzteres kann nicht durch Gesetz geregelt werden. Das Gesetz kann lauten: Es muß ein Prospekt, der die nöthigen Angaben ꝛc. enthält, vor Einführung des Papiers veröffentlicht werden. Welche Grundsätze dabei maßgebend sein sollen, woraus die leitenden Gesichtspunkte sich zusammenstellen sollen, das kann mehr oder weniger den einzelnen Börsen überlassen werden.

Vorsitzender: Die anderen Herren sind wohl derselben Ansicht. Dann können wir diese Frage als erledigt ansehen und zur Frage 2 übergehen: zum Terminhandel. Die erste Frage ist mehr historisch:

> „Welche Thatsachen haben nachweislich zur Einführung des Terminhandels von den einzelnen Plätzen, und zwar in einzelnen Gattungen von Papieren und Waaren geführt?"

Wir können die folgenden Fragen wohl damit gleich verbinden:

„Welche Erwerbsgruppen und welche anderen Klassen der Bevölkerung betheiligen sich vorzugsweise bei dem Terminhandel, und erfüllt derselbe ein wirthschaftliches Bedürfniß, eventuell welche Vortheile gewährt ihnen derselbe?"

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Die Thatsachen, die zur Einführung des Terminhandels geführt haben, sind mir nicht bekannt. Es betheiligen sich daran Alle gleichmäßig, vorzüglich natürlich der Kaufmann, aber auch der Landwirth und andere Klassen der Bevölkerung, die sonst der Börse fern stehen. Ich bin aber hierin zu unbewandert, ich möchte auf eine Aeußerung meiner Ansicht verzichten.

Vorsitzender: Besondere Erfahrungen haben Sie auf diesem Gebiete nicht gemacht? In Breslau besteht allerdings auch nur ein sehr geringfügiger Terminhandel.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Bei uns ist der Terminhandel sehr unbedeutend. Es betheiligen sich daran eigentlich sämmtliche Gesellschaftsgruppen vollständig gleichmäßig.

Vorsitzender: Die Leute, die dazu Neigung haben, kaufen weniger in Breslau als in Berlin?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja.

Vorsitzender: Dann können wir zur folgenden Frage schreiten:

„Sind mit dem Terminhandel Nachtheile verbunden?"

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Die sind verbunden, ja!

Vorsitzender: Sind sie in höherem Maße vorhanden, als bei Geschäften per Kassa?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein, das ist keineswegs der Fall. Bei Effekten, die per Kassa gehandelt werden, wird ebenso die Spekulation gefördert.

Vorsitzender: In dem Polke'schen Prozeß, über den so viel gesprochen ist, ist allerdings immer vom Kauf und Verkauf per Kassa die Rede gewesen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das ja. Ich halte die Gefahr bei Effekten, die per Kassa gehandelt werden, für ebenso groß, als bei Effekten per ultimo.

Sachv. **Kämpf:** Soweit ich mich habe informiren können, ist der Terminhandel an der Berliner Börse entstanden anfangs der vierziger Jahre, als das Publikum ein allgemeines Interesse an den Eisenbahnunternehmungen nahm, an den Eisenbahnaktien und den sogenannten Quittungsbüchern. Ich glaube, daß der Terminhandel in Effekten dann entsteht, wenn für ein bestimmtes Papier ein großes allgemeines Interesse erwacht, so daß eine große Anzahl von Aufträgen der Börse zufließt. Dann ist der Weg der Abwicklung per Kassa unbequem, und es bilden sich von selbst die Abschlüsse auf Zeit. Das erleichtert natürlich die Umsätze, erleichtert auch die Spekulation, aber ruft doch die Spekulation nicht hervor. Im Gegentheil, die Spekulation ist zuerst da. Wenn die Spekulation sehr groß wird, so ist das nicht immer eine Folge des Termingeschäfts. Es läßt sich in jedem einzelnen Falle ziemlich sicher nachweisen, daß in einem Papier der Terminhandel sich entwickelt, wenn ein allgemeines Interesse für ein Papier entsteht und zahlreiche Ordres an der Börse zusammenkommen.

Vorsitzender: Nachdem schon 1836 in Preußen gegen den Verkehr mit spanischen Staatspapieren eingeschritten worden,

wurden zu Anfang der vierziger Jahre Lieferungsgeschäfte in ausländischen Papieren überhaupt verboten.

Sachv. **Kämpf:** Doch nur in Bezug auf die Quittungsbogen.

Vorsitzender: Nein! Im Jahre 1844 ist ein besonderes Verbotsgesetz gegen den Handel mit Aktienpromessen, Interimsscheinen, Quittungsbogen und dergleichen mehr erlassen. Im Jahre 1860 sind aber alle diese Gesetze mit einem Schlage wieder aufgehoben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagt, wenn die Spekulation so groß wird, daß sie nicht im Kassaverkehr bewältigt werden kann, dann entsteht der Terminhandel. Liegt darin nicht das Anerkenntniß, daß die Spekulation wesentlich gefördert wird durch den Terminhandel und daß, wenn der Terminhandel nicht wäre, die Spekulation sich innerhalb viel engerer Grenzen halten würde?

Sachv. **Kämpf:** Ich möchte zunächst bemerken, daß ich nicht gesagt habe: wenn die Spekulation so groß wird, daß sie per Kassa sich nicht bewältigen läßt.

(Widerspruch des Herrn Geheimrath **Gamp**.)

Ich habe gesagt: wenn die Bewegung so groß ist, daß sehr zahlreiche Ordres zusammenlaufen und deren Bewältigung im Wege des Kassageschäfts unbequem ist.

(Dr. **Witte:** Genau so hat er gesagt.)

Wenn ich das nicht gesagt haben sollte, so habe ich es sagen wollen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich muß dabei bleiben, daß Sie das Wort „unbequem“ gebraucht haben. Das Stenogramm wird ja darüber Auskunft geben. Aber wenn Sie sagen, daß Sie es anders gemeint haben, so will ich darauf nicht weiter eingehen. Ich habe nur dem entgegentreten wollen, als ob ich falsch referirt hätte.

Sachv. **Kämpf:** Ich habe das sagen wollen. Denn die Möglichkeit, die Geschäfte anstatt auf Zeit per Kassa zu bewältigen, liegt in jedem Falle vor. An keiner Börse der Welt wird mehr spekulirt, als z. B. in New-York. Da kennen sie Zeitgeschäfte in unserem Sinne nicht. Soweit ich informirt bin, werden jeden Tag die Geschäfte ausgeschieden, welche sich kompensiren. In jeder Woche wird der letzte Käufer und Verkäufer ausfindig gemacht, und alsdann erfolgt die Lieferung der Stücke.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagt, im Kassaverkehr ließe sich auch die Spekulationsoperation ausführen. Das ist richtig. Aber lediglich die Einführung des Termingeschäfts macht es möglich, sehr viel mehr Effekten zu kaufen und zu verkaufen, als da sind. Wenn das Termingeschäft aufgehoben würde, so ließen sich nicht 100 oder 200 Millionen ostpreußische Südbahnaktien kaufen, weil diese nicht da sind, wohl aber lassen sich im Terminhandel Hunderte von Millionen kaufen und verkaufen. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er diese Auffassung theilt.

Sachv. **Kämpf:** Wenn der Zeithandel in Effekten verboten und eine tägliche Liquidation eingeführt würde, so würden wir zu ähnlichen Zuständen kommen, wie in New-York.

Vorsitzender: An der Börse war früher bei uns auch kein Termingeschäft; aber als man sah, daß das doch sehr unbequem war, ist man doch dazu übergegangen. Sie werden zugeben, daß dies eine Erleichterung der Spekulation bietet?

Sachv. **Kämpf:** Das kann man nicht leugnen. Es ist viel einfacher, wenn ein Termingeschäft besteht, 30 000 Mark

ostpreußische Süddahnaktien auf Termin zu kaufen und abzuwarten, ob sie inzwischen wieder verkauft werden, statt das Geld gleich zur Verfügung zu halten.

Vorsitzender: Sie glauben also, daß die Spekulation ohne Terminhandel in demselben Umfang stattfinden werde?

Sachv. **Kämpf:** Dann würde man zum Bankier gehen und sagen, kaufe 300 Stück Kreditaktien und belaste mich für den Betrag. Alsdann würden aber auch viel mehr Zirkulationsmittel gebraucht werden, und das wäre für die Allgemeinheit nicht einmal von Vortheil. Geliefert muß doch schließlich Alles werden. Die sämmtlichen Geschäfte, die an der Börse gemacht werden, stellen sich so dar, daß zwar eine Masse Zwischenglieder vorhanden sind, daß aber doch schließlich das erste Glied an das letzte Glied liefern muß.

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte noch eine Aufklärung erbitten. Das Hauptmoment bei der Spekulation ist doch die Hoffnung, daß nach Wochen die Kurse eine Steigerung oder einen Rückgang erfahren werden, und daß man dann den Gewinn einheimsen kann. Wenn das Termingeschäft beseitigt würde und auf dem Kassamarkt die Gewinne nur durch Einkäufe und Verkäufe zu machen wären, so fällt, soweit ich die Sache übersehe, dieses spekulative Moment vollständig fort, nämlich die Hoffnung, während einer Reihe von Wochen durch irgend welche günstige Konjunktur eine günstige Gestaltung des Kurses zu erreichen.

Sachv. **Kämpf:** Das kann ich, glaube ich, nicht einmal bedingt zugeben. Wenn ich der Ansicht bin, daß eine günstige Konjunktur eintreten wird, dann kann ich, wenn das Zeitgeschäft erlaubt ist, per Ultimo kaufen lassen, da habe ich Zeit, wieder zu verkaufen. Aber wenn das Zeitgeschäft verboten wäre, würde ich zum Bankier gehen und sagen: Kaufe mir 30 000 Mark Diskontokommanditantheile, belaste mich dafür und borge mir das Geld bis zum Ultimo. Das ist genau derselbe Fall.

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp:** Gewiß, aber erstens würden derartige Geschäfte nur innerhalb der Grenze abgeschlossen werden können, daß die Effekten thatsächlich vorhanden sind, und zweitens setzt das eine Kreditgewährung in sehr erheblichem Umfang seitens des Bankiers voraus, während bei Zeitgeschäften nicht ein gleich hoher Kredit in Anspruch genommen wird; in Folge dessen erleichtert Terminhandel die Spekulation.

Sachv. **Kämpf:** Der Kredit ist derselbe. Der Bankier muß sich auch darauf verlassen, daß ein Privatmann am Ultimo abnimmt und muß ihm so lange Kredit geben. Kauft er sie per Kassa und hat selbst Geld nicht, dann wird er sich, wenn das Papier bankfähig ist, die Genehmigung geben lassen, das Papier bei der Bank zu beleihen oder sich sonst irgendwo Geld darauf zu schaffen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Aber die Stücke liegen doch fest im Kassageschäft. Ich meine die Stücke, die für das einzelne Geschäft erforderlich sind.

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp:** Während sie bei Zeitgeschäften ganz unbegrenzt sind.

Sachv. **Kämpf:** So unbegrenzt sind sie doch auch nicht. Wenn mehr Papiere gekauft werden, als vorhanden sind, ist es unmöglich zu liefern. Daraus geht hervor, daß schließlich nur innerhalb des vorhandenen Materials die Geschäfte zur Abwickelung kommen können.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Schließlich liefert A an Z, aber das ist doch bei Abwicklungen häufig, daß überhaupt keine Effektenbewegung stattfindet, daß selbst A und Z im Wege der Kompensation ausgleichen, daß in Wahrheit gar kein Effekt gehandelt wird.

Sachv. **Kämpf:** Schließlich muß jedes Geschäft durch Lieferung erledigt werden. Ich weiß nicht, wie es anders sein soll. Schließlich hat einer das Papier abzunehmen. Aus welchem Grunde soll A zu Z sagen: nimm das Papier, das ich dir verkauft habe, nicht ab. Den Fall kann ich mir nicht denken.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es wird immer gesagt: der Terminhandel schließt sich dem Effektivgeschäft an, wenn es sich auch nur zwischen A und Z vollzieht. Wäre es nun nicht denkbar, daß A und Z auch in einem Verhältniß stehen, vermöge dessen auch zwischen ihnen nur die Differenz regulirt wird?

Sachv. **Kämpf:** Wenn Z gleichzeitig auch an A verkauft hat, allerdings. Wenn neben dem Geschäft, wonach A an Z verkauft hat, auch noch ein Geschäft vorliegt, wonach Z an A verkauft hat, dann findet keine Lieferung statt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist doch also möglich, daß in Wahrheit gar kein Effektivgeschäft vorliegt.

Sachv. **Kämpf:** Nein, in der Liquidation ist das unmöglich, denn Z würde an A liefern und A an Z. Dann ist per Saldo nirgends etwas gehandelt und auch nichts zu liefern.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte noch fragen, weil ein so großer Werth darauf gelegt wird, daß der Terminhandel der Kompagnon des Effektivhandels sei, ob eine derartige Regulirung der gesammten Engagements ohne jede Effektenbewegung stattfinden kann?

Sachv. **Kämpf:** Das ist niemals vorgekommen.

Vorsitzender: Im Kassageschäft, das reell erfüllt wird, kommt es darauf an, daß eine genügende Menge von Papieren auf den Markt gebracht werden, während die Umsätze des Terminhandels mehr fiktiver Art sind. Letzteres erleichtert die Ausdehnung der Spekulation.

Sachv. **Kämpf:** Da würde man börsentechnisch einen ganz legalen Ausweg finden. Der Bankier würde nicht in der Lage sein, all das Geld, was für diese Engagements erforderlich wäre, aus eigenen Mitteln zu zahlen. Er würde sich ermächtigen lassen, die Papiere zu verpfänden.

Vorsitzender: Das kommt wirthschaftlich wohl auf dasselbe hinaus. Das ist ein Börsenarrangement.

Sachv. **Kämpf:** Ich weiß nicht, was schlimmer ist, den Terminhandel eindämmen, als wirthschaftliche Vortheile aufzugeben, die durch den Zeithandel herbeigeführt werden. Unter diesen Vortheilen ist es nicht der geringste, daß eine Unsumme von Zirkulationsmitteln erspart wird. Ich bin weit davon entfernt, zu behaupten, daß durch den Zeithandel allein die großen Reserven geschaffen sind, welche z. B. in der Reichsbank liegen. Aber feststehend ist doch: wenn Sie heute den Zeithandel aufheben, wird die Reichsbank sehr bald finden, daß die großen Mittel, die jetzt überschüssig sind und dazu führen, daß Handel und Industrie billiges Geld haben, wesentlich eingeschränkt werden.

Vorsitzender: Welche Kreise sind vorzugsweise mit dem Terminhandel beschäftigt?

Sachv. **Kämpf:** Wenn die Wogen hoch gehen, die ganze Welt. Wenn sie nicht hoch gehen, dann sind es die reicheren Leute, die derartige Geschäfte machen.

Vorsitzender: Ist da nicht eine Einschränkung zu empfehlen?

Sachv. **Kämpf:** Ja, sehr, aber das kann nicht auf dem Wege der Einschränkung des Terminhandels geschehen, sondern auf dem Wege der Einschränkung der Spekulationslust.

Vorsitzender: Dann würden wir zu b kommen, ob es sich empfiehlt, den Terminhandel einzuschränken oder die Zulassung zu Handel und Kursnotirung von gewissen Voraussetzungen abhängig zu machen.

Sachv. **Kämpf:** Da sind sehr weitgehende Vorsichtsmaßregeln an der Börse geschaffen, und ich darf mir gestatten, sie vorzulesen.

Vorsitzender: Das ist schon mehrfach mitgetheilt.

Sachv. **Kämpf:** Dann kann ich mich darauf beziehen. Es kommt nicht immer darauf an, wie groß das Nominalkapital ist, sondern darauf, wie viel Material flottant ist, nicht wie viel Material überhaupt existirt. Angenommen, ein Unternehmen hat 20 Millionen Kapital. Davon sind 15 Millionen Mark in festen Händen, nur 5 Millionen sind disponibel. Das ist für den Zeithandel zu wenig. Ein anderes Unternehmen hat nur 10 Millionen Kapital, das aber ganz flottant ist. Dann ist letzteres mit 10 Millionen für den Zeithandel mehr geeignet, als ersteres mit 20 Millionen.

Vorsitzender: Einige von den Herren Sachverständigen haben sich für eine Einschränkung erklärt, auch solche, die im Berliner Aeltestenkollegium sitzen. Ich weiß aber doch nicht, ob das, was Sie mittheilen wollten, wirklich schon bekannt ist. Ich möchte bitten, das zu verlesen.

Sachv. **Kämpf:** Wir haben uns schließlich gesagt, wir müssen bei der Zulassung von Zeitgeschäften zur amtlichen Notiz vorsichtig sein und abwarten, ob sich dauernd das Zeitgeschäft in einem Papiere erhält. Das ist das sicherste Kriterium. Wenn drei Monate lang regelmäßiger Umsatz auf Zeit in einem Papier stattfindet, so kann man es zur Kursnotirung zulassen. Wenn nach drei Tagen das Zeitgeschäft wieder verschwindet, dann ist kein Grund zur Notiz auf Zeit vorhanden.

Vorsitzender: Es bedarf einer besonderen Erlaubniß?

Sachv. **Kämpf:** Zur Notiz ja, zum Handel nicht. Die Bestimmungen

Vorsitzender (einfallend): Das ist allerdings schon bekannt. Eine objektive Einschränkung würden Sie also nicht empfehlen, auch nicht Industrieaktien ganz ausschließen, sondern nur ein bestimmtes Kapital verlangen. Es fragt sich, ob nicht in subjektiver Hinsicht Bestimmungen zu treffen wären. Es wird sich nicht in Abrede stellen lassen, daß in dieser Beziehung der Terminhandel vielfach eine wirthschaftliche Aufgabe nicht erfülle. Könnte man da nicht einschränken?

Sachv. **Kämpf:** Für die Papiere nicht. Es kann ein sehr gutes Papier sein, und doch kann Jemand, der kein wirthschaftliches Bedürfniß dabei hat, ein unsolides Geschäft machen. Aber schließlich kommen an der Börse doch nur die Kaufleute zusammen. Es ist sehr selten, daß Privatleute zur Börse gehen. Wenn ein Privatmann ein Zeitgeschäft zu machen hat, dann geht er zum Bankier.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Kamp:** Als Hauptgesichtspunkt für die Zulassung wurde von dem Herrn Sachverständigen erwähnt, daß sich der Handel längere Zeit hindurch entwickelt haben müsse, daß der Handel jedoch nicht ein scheinbarer sein dürfe. Ich frage nun, welche objektiven Merkmale bestehen für das Aeltestenkollegium, um zuverlässig beurtheilen zu können, daß in Wirklichkeit ein aus reellem Lieferungsbedürfniß hervorgegangener Handel und kein scheinbarer Handel vorliegt und zweitens, ob nicht in der letzten Zeit wiederholt Anträge auf Zulassung von Effekten zum Terminhandel gestellt und abgelehnt sind, und nach welchen Grundsätzen die Ablehnung beziehungsweise die Zulassung erfolgt? Wenn bloß lediglich der Gesichtspunkt des Handels als maßgebend an-

gesehen wird, so würde es jetzt ziemlich leicht sein, unter Aufopferung von einigen hundert Mark Stempelgebühren einen ganz erheblichen Zeithandel in einem bestimmten Effekt in die Erscheinung treten zu lassen.

Sachv. **Kämpf:** Das kann man ein paar Tage machen, aber nicht vier Wochen hindurch. So sachverständig sind die Herren vom Börsenkommissoriat und vom Aeltestenkollegium doch auch, daß sie schließlich unterscheiden können, ob ein Handel gemacht ist oder nicht. Sie haben doch Einsicht in die Bücher der vereideten Makler. Daraus wird man sofort ersehen können: was ist gekauft, was ist verkauft? Es ist ganz unmöglich, einen Zeithandel, in dem keine wirklichen Umsätze gemacht werden, vier Wochen lang fortzusetzen. Es sind mir aus der letzten Zeit zwei Fälle bekannt, wo Anträge auf Zulassung zur Notiz auf Zeit zurückgewiesen sind auf Grund dessen, was 1888 von uns beschlossen ist.

Vorsitzender: Neuere Beschlüsse sind nicht gefaßt?

Sachv. **Kämpf:** Nein, das hat sich vollständig bewährt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** In Zeitungen enthaltene Vorschläge bekunden die Neigung, das für die Zulassung zur Notiz für Ultimo erforderliche Minimalkapital auf 50 Millionen Mark zu erhöhen. Hier wird betont, daß es nicht darauf ankomme, wie hoch das Kapital rechtlich fixirt ist, sondern daß ein solcher Betrag bereits im Handel sein muß. Sie erwähnen, die Aeltesten haben erklärt, es käme nicht sowohl auf das Kapital an, sondern auf das, was von Papieren bereits im Handel ist. Das eine schlösse das andere nicht aus. Man könnte sagen, daß man verlangt, daß ein erforderliches Minimum vorliegt, außerdem aber, daß von dem betreffenden Papiere ein erheblicher Betrag gehandelt sei. Ich finde nicht, daß die Argumentation die Forderung absolut ausschlösse. Es könnte sowohl das eine wie das andere bestimmt werden.

Vorsitzender: Einige der Herren Sachverständigen haben das Erforderniß des großen Umsatzes aufgestellt, die Mehrzahl der Herren hat sich allerdings für ein hohes Grundkapital ausgesprochen. Das Kriterium des Umsatzes würde sich vielleicht ebenso empfehlen?

Sachv. **Kämpf:** Auf letzteren Gesichtspunkt könnte ich eingehen. Ich habe gesagt, der Terminhandel entsteht dann, wenn große und lebhafte Ordres der Börse zufließen. Wir sehen danach täglich an der Börse, ob das betreffende Papier aktiv ist, ob regelmäßig Zeitgeschäfte darin stattfinden oder nur periodisch.

Vorsitzender: Das ist kein sicheres Zeichen. Sie würden es also für nicht angängig halten, wie in den Zeitungen hier und da vorgeschlagen ist, das Mindestkapital für den Terminhandel zu erhöhen.

Dann können wir uns zu Nr. 7 wenden:

„Giebt es Merkmale, wonach sich der reelle Terminhandel von dem bloßen Differenzgeschäft unterscheidet?"

Es werden gewisse Vorschläge gemacht, um dem Differenzgeschäft entgegenzuwirken.

Sachv. **Kämpf:** Ich kenne keine Merkmale.

Vorsitzender: Wir wollen sogleich auf die einzelnen Punkte eingehen, ob man das Differenzgeschäft für nichtig oder doch für unklagbar erklären soll.

Sachv. **Kämpf:** Da muß ich mich auf das Gutachten der Aeltesten der Kaufmannschaft beziehen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Diese Auslassung der Aeltesten ist oft zitirt, aber meines Wissens ist das ein Ausschußbericht, und da darf ich mir die Frage gestatten, von

wem dieser Ausschußbericht erstattet ist. Es ist natürlich von Interesse zu wissen, welche Autorität hinter dem Ausschußbericht steht, und wer den Ausschuß bildet.

Sachv. **Kämpf:** Die Aeltesten haben den Ausschußbericht zu dem ihrigen gemacht.

Vorsitzender: Ist der Ausschuß ein ständiges Organ oder wird er ad hoc gebildet?

Sachv. **Kämpf:** Er wird ad hoc gebildet.

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp:** Im Korrespondenzblatt der Aeltesten heißt es: es wird der Bericht des Ausschusses zur Kenntniß gebracht. Ich weiß nicht, ob damit das Aeltestenkollegium sich mit dem Inhalt desselben identifizirt hat?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich kann sagen, daß das Aeltestenkollegium sich diesen Bericht zu eigen gemacht hat. Der Ausschuß bestand, glaube ich, aus etwa sieben Mitgliedern, denen die übrigen mit berathender Stimme beiwohnen konnten.

Vorsitzender: Wir kamen dann zu der subjektiven Beschränkung unter Frage b. Es läßt sich nicht leugnen, daß Börsenspiele von Handlungsangestellten in großer Menge stattgefunden haben. Kann dem mit Erfolg entgegengewirkt werden?

Sachv. **Kämpf:** Ich würde es für sehr wünschenswerth halten, wenn in die Börsenordnung ein Passus aufgenommen werden sollte, wonach die Aeltesten das Recht haben, diejenigen Personen von der Börse zu entfernen, die mit Angestellten anderer Firmen Handelsgeschäfte, namentlich Termingeschäfte, abschließen.

Vorsitzender: Sie wollen also die Börsendisziplin in Anspruch nehmen, aber zivilrechtlich wollen Sie nicht vorgehen?

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte fragen, ob es nicht konsequent wäre, wenn eine derartige Bestimmung in die Börsenordnung aufgenommen wird, dann auch Diejenigen der Disziplin der Börse zu unterwerfen, die mit ähnlichen Unselbstständigen Differenzgeschäfte machen, also z. B. mit Werkführern, industriellen Gehilfen u. s. w. Ich wüßte nicht, welch ein Unterschied bestehen soll, ob man mit Handelsangestellten oder mit anderen Leuten Termingeschäfte macht, die in einer ganz ähnlichen abhängigen Lage sich befinden wie die Handelsangestellten?

Sachv. **Kämpf:** Den Handelsangestellten ist schon durch das Handelsgesetzbuch verboten, Geschäfte zu machen. Ich meine, es ist richtig, wenn man einen Kaufmann, der zu einer unerlaubten Handlung die Hand bietet, von der Börse ausschließt. Aber einem Werkführer ist doch nicht zu verbieten, irgend ein Geschäft abzuschließen. Das Spekuliren wird sich dann auf das Kassageschäft werfen, wenn das Zeitgeschäft verboten wird. Der Werkführer wird sich ostpreußische Südbahnaktien auf dem Kassamarkt kaufen lassen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Herren verstehen die Frage immer so, daß sie vom Standpunkt des Interesses des Prinzipals eines Handlungsgehilfen, der ohne seine Genehmigung derartige Geschäfte macht, urtheilen. Giebt es aber nicht einen anderen Standpunkt für die Sache, ganz gleichgiltig, ob der Prinzipal darum weiß oder nicht? Das entscheidende Kriterium muß doch sein, daß die große Gefahr vorhanden ist für die Leute, die in unselbstständiger Stellung bei spekulirenden Prinzipalen stehen und nun sich selbst an derartigen Spekulationen betheiligen. Das hat mit der Frage, ob der Prinzipal das Geschäft gestattet, nichts gemein. Ferner kann man fragen: ist das Verbot bloß zu beschränken auf Handlungsgehilfen, auf kaufmännisches Dienstpersonal oder auf

weitere Kreise von unselbstständigen Personen? Letzteres hängt damit zusammen, ob, wenn man überhaupt annimmt, daß eine Vorschrift erlassen werden soll, wonach leichtsinnige Leute, unerfahrene Leute nicht zum Spiel zugelassen werden sollen, ein Bedürfniß besteht, daneben eine besondere Bestimmung zu treffen, ohne Rücksicht auf diese besonderen Kriterien; und die letzte Frage wäre die, ob Leute, welche Kassen vorstehen, nur mit Genehmigung des Vorgesetzten zu solchen Spekulationsgeschäften herangezogen werden sollen. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, sich zu diesen Fragen zu äußern.

Vorsitzender: Sie berufen sich auf das Handelsgesetzbuch. Es läßt sich nicht leugnen, daß das Handelsgesetzbuch von den Interessen des Prinzipals ausgeht. Wenn ein Angestellter Geschäfte macht, die das Handelsgesetzbuch verbietet, so darf der Prinzipal sich das Handelsgeschäft aneignen. Man kann sehr wohl sagen, das Verbot ist wesentlich im Interesse des Prinzipals ausgesprochen. Gleichwohl könnte in Aussicht genommen werden, das Verbot auch auf Angestellte in gleichen Verhältnissen auszudehnen.

Sachv. **Kämpf:** Ich weiß nicht, ob es gesetzlich möglich sein wird, eine Bestimmung zu erlassen, die dahin gehen würde, daß unselbstständigen Personen der Terminhandel verboten wird. Es müßte genau bestimmt werden, was unselbstständig ist.

Vorsitzender: Man könnte die Geschäfte an die Genehmigung der Vorgesetzten knüpfen, der Prinzipale, der Kassenvorstände. In letzter Zeit haben wir sehr zahlreiche Fälle gehabt, wo Rendanten u. s. w. spekulirt und Kassengelder veruntreut haben.

Sachv. **Kämpf:** Ich hätte nichts dagegen, wenn auf Angestellte von Kassen die Bestimmungen erweitert würden.

Vorsitzender: Würden Sie dann auch andere unselbstständige Personen, Privatbeamte, Gehilfen u. s. w. dem Verbot unterwerfen?

Sachv. **Kämpf:** Ich glaube, daß das zu weit geht; wenn ein Privatbeamter Geld hat, warum wollen Sie ihn verhindern, ein Spekulationsgeschäft zu machen?

Vorsitzender: Man könnte die Genehmigung des Chefs erfordern. Es liegt ein öffentliches Interesse vor, daß solche Personen nicht an der Börse spielen. Indessen wird dies wohl genügend gewahrt, wenn Börsengeschäfte nur mit Genehmigung des Vorgesetzten gemacht werden dürfen. In großen Geschäften ist es eingeführt, daß es den Beamten untersagt ist, Geschäfte anders als mit der eignen Firma zu machen, wofür die Bank sich erbietet, unentgeltlich das Geschäft zu besorgen.

Sachv. **Kämpf:** Das trifft den Fall des Handelsgesetzbuchs.

Vorsitzender: Aber das Handelsgesetzbuch hat wirklich einen engen Gesichtspunkt; würden Sie also eine Erweiterung dieser Bestimmung und auf welche Kategorie empfehlen?

Sachv. **Kämpf:** Auf Handelsangestellte und Kassenbeamten, weiter nicht.

Vorsitzender: Als Folge wollen Sie nur die disziplinarische Maßnahme, daß der Betreffende entfernt wird, zivilrechtliche Ungiltigkeit nicht? Von Einigen ist die Ungiltigkeit befürwortet worden.

Sachv. **Kämpf:** Nein.

Vorsitzender: Die Unterfrage c bezieht sich darauf, ob Prämiengeschäfte für nichtig oder unklagbar erklärt werden sollen, weil diese häufig als besonders bedenklich bezeichnet worden sind, insofern gerade in dieser Form das Börsenspiel sich geltend macht.

Sachv. **Kämpf:** Das Prämiengeschäft vermindert das Risiko der Spekulation. Ich halte denjenigen für einen vorsichtigen Spekulanten, der auf Prämie spekulirt.

Vorsitzender: Hat das Prämiengeschäft wirklich in den meisten Fällen einen reellen Zweck?

Sachv. **Kämpf:** Es ist ein wirklich wirthschaftliches Bedürfniß, daß man sich für das Risiko, was man nothwendigerweise lauft, durch ein kleines Reugeld decken kann; das macht das Geschäft unter Umständen recht solide.

Vorsitzender: Die Auffassungen im Handelsstande weichen darüber vielfach ab. In Magdeburg hat der Handelsstand sich für ein Verbot der Prämiengeschäfte ausgesprochen, wie die Zeitungen berichteten.

Sachv. **Kämpf:** Das ist mir nicht bekannt.

Vorsitzender: Die übrigen Herren Sachverständigen sind auch alle für die Erhaltung des Prämiengeschäfts. Gilt dasselbe auch von der Stellage?

Sachv. **Kämpf:** Das Stellagegeschäft ist dasselbe. Jedes Stellagegeschäft wird in ein Prämiengeschäft aufgelöst, nur die Form ist anders.

Vorsitzender: Die folgende Frage ist, ob der Differenzhandel unter Strafe zu stellen ist; die Konkursordnung erklart ihn in Verbindung mit dem Bankerutt für strafbar.

Sachv. **Kämpf:** Den Differenzhandel? es könnte nur ein unmäßiges Spekuliren damit gemeint sein. Gelegentlich früherer Fragen ist gesagt, daß es Merkmale zur Unterscheidung zwischen soliden und Spielgeschäften nicht giebt. Darum ist eine Bestrafung nicht gut möglich.

Vorsitzender: Sie würden also eine Bestrafung nicht empfehlen.

Viel erortert ist die folgende Frage e, ob eine Bestimmung aufgenommen werden soll, wonach derjenige bestraft wird, der unter wissentlicher Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit eines Anderen mit ihm Termingeschäfte abschließt, oder ihn dazu verleitet, ein Vorschlag, welcher auf der Analogie des Wuchergesetzes beruht.

Sachv. **Kämpf:** Das müßte zunächst auf alle Spekulationsgeschäfte ausgedehnt werden, das Termingeschäft würde sofort aufhören, es würde in Kassogeschäften spekulirt werden.

Vorsitzender: Es ist schwer, Kriterien zu finden. Von einigen Herren Sachverständigen ist eine derartige Bestimmung nicht so ganz gemißbilligt worden; aber die Schwierigkeiten haben sie nicht verkannt.

Sachv. **Kämpf:** Es fragt sich, auf welcher Seite die Verleitung liegt. In den letzten acht Wochen oder sechs Monaten ist Niemand zum Spekuliren verleitet worden. Da gab es überhaupt nichts zu spekuliren. Dann kommen wieder Zeiten, wo durch Betheiligung bei Ankauf von Aktien rc. Gewinne in Aussicht stehen. Alsdann kommt der Privatmann, der vielleicht leichtsinnig und unerfahren ist und auf der andern Seite der Bankier, der einen kleinen Einschuß fordert. Beide Theile sind ziemlich gleich schuldig. Der eine will spekuliren, der andere will das Geschäft ausführen.

Vorsitzender: Ein hiesiger Bankier z. B. hat, wie ich aus einer in diesen Tagen an mich gelangten Eingabe ersehe, fortwährend an Kassenbeamte geschrieben und ihnen die Vortheile der Börse auseinandergesetzt. Er hat eine Schrift beigefügt: „Die Kniffe der Börse“, welche nichts enthält, als eine Verleitung zum Börsenspiel. Solchem gemeinschädlichen Gebahren müßte in irgend einer Weise entgegengewirkt werden.

Sachv. **Kämpf:** Ich bin weit davon entfernt, dies Verfahren etwa in Schutz zu nehmen, und wenn man zweckmäßige Bestimmungen erlassen könnte, würde ich nichts einzuwenden haben. Ich halte es aber für außerordentlich schwierig, sie zu formuliren.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Könnte es nicht heißen: Wenn Jemand auf Differenzgewinn ausgeht?

Sachv. **Kämpf:** Nehmen Sie Jemand an, der 10 000 Mark hätte; er läßt sich für 30 000 Mark Papiere kaufen, ist das ein Geschäft, bei welchem der betreffende auf Differenzgewinn ausgeht?

Vorsitzender: Das würde der Strafrichter nach den Umständen des einzelnen Falles zu beurtheilen haben. Es kommt ja auch hinzu, daß der Leichtsinn und die Unerfahrenheit benutzt sein soll.

Sachv. **Kämpf:** Leichtsinn und Unerfahrenheit? Ich weiß nicht, was für Erfahrungen die Juristen mit dem Wuchergesetz gemacht haben.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Schlechte, es hat nichts geholfen.

Vorsitzender: Das ist bestritten. Manche Leute meinen: sehr gute.

von Auer: Bei uns in Süddeutschland hat es sehr gut gewirkt.

Vorsitzender: In Oesterreich hat man etwas Aehnliches; ich habe gelesen, daß es als ein gutes Gesetz gilt. Die Leute nehmen sich dort jetzt mehr in Acht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe mir einen Fall notirt: Ein sogenannter Bankier schickt einen Agenten zu einem jungen Menschen, der in die Firma seiner Brüder nicht aufgenommen ist, sondern als Verkäufer, weil man zu ihm kein Vertrauen hat, im Geschäft geduldet wird. Der Agent verleitet ihn dazu, Geschäfte zu machen, indem er sagt: du kannst nur gewinnen. Die Schlußscheine sollen dem jungen Mann nicht ins Geschäft geschickt werden, weil es ihm vor den Brüdern unangenehm ist. Derselbe Agent verhandelt in gleicher Weise mit einer ganzen Reihe von Personen, z. B. mit einer kleinen Kaufmannsfrau. Er sagt ihr beim Eingehen des Geschäftsverkehrs, sie brauche gar kein Depot zu geben. Bald darauf verlangt er ein kleines Depot. Es liege sicherer beim Bankier als bei ihr. Darauf giebt sie 200 Mark. Einige Tage darauf fordert er 1000 Mark und wieder einige Tage darauf will er einen Wechsel über 15 000 Mark unterschrieben haben. Das ist ungefähr das Charakteristische. Würde das nicht zu bestrafen sein?

Vorsitzender: Solche Fälle kommen vor. Es würde nur außerordentlich schwierig sein, die richtige Abgrenzung zu finden. Nun wird noch unter f gefragt, ob die Börsensteuer erhöht werden soll.

Sachv. **Kämpf:** Ich glaube nicht, daß eine Erhöhung der Börsensteuer solche Geschäfte unmöglich machen würde. Selbst wenn die Börsensteuer verdoppelt und verdreifacht, wird sie auf die Spekulation keine Einwirkung ausüben.

Vorsitzender: Dann bitte ich Herrn Geheimrath von Wilmowski, sich zu den Fragen zu äußern.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ueber das Historische kann ich nichts sagen. Auch, welche Gruppen sich am Terminhandel betheiligen, weiß ich nicht. Nachtheile sind mit dem Terminhandel unzweifelhaft verbunden. Sie können erhöht werden durch Verleitung zum Börsenspiel. Ich bin aber der Meinung und damit nicht der Meinung zu 5, daß durch den Kassa-

handel daran etwas geändert würde. Man kann per Kassa ebenso gut spekuliren wie beim Terminhandel. Eine Einschränkung des Terminhandels für bestimmte Gattungen von Effekten — von Produkten ist hier nicht die Rede — würde ich meines Erachtens nicht für sachgemäß halten. Ich habe die Erfahrung gemacht, daß es kaum ein Effekt giebt, wobei nicht auch Privatpersonen betheiligt sein können, allerdings nicht in dem Umfang wie der Kaufmannsstand, aber doch in sehr bedeutender Weise, namentlich bei Erbtheilungen und Beerbungen, bei landwirthschaftlichen und industriellen Unternehmungen. Da kommen solche Akte zum Vorschein, und es ist nicht immer möglich, die Ausgleichung und Auseinandersetzung bei einem solchen Geschäft durch Uebernahme seitens eines der Erben zu machen, durch sofortigen Verkauf, sondern eine ganze Menge von Geschäften, die abzuwickeln sind, werden durch den Terminverkauf erledigt im allseitigen Interesse, um keinen zu schädigen. Ich wüßte nicht, ob in dieser Beziehung ein Papier ausgenommen werden kann, ja daß es nicht dem Terminhandel unterliegt. Ein Verbot aufzustellen, wäre meines Erachtens im Interesse der Privatpersonen nicht gerechtfertigt.

Was die Hauptsache anbetrifft, die Scheidung der Differenzgeschäfte vom Terminhandel, so stehe ich auf dem Standpunkt des Ausschußgutachtens. Ich nehme auch die Konsequenz dieses Ausschußberichtes an, daß die Einrede des Differenzgeschäftes für unzulässig zu erachten ist. Meines Erachtens hat sich in den meisten Fällen, die zu Prozessen geführt haben, herausgestellt, daß die Einrede gemacht wird (und das ist natürlich) in solchen Fällen, wo das Geschäft unglücklich verlaufen ist. Wenn das Geschäft glücklich verlaufen ist, wird der Einwand nicht gemacht, obgleich es sich sicherlich hier ebenso verhalten hat. In neuerer Zeit ist in einzelnen Fällen seitens der Gerichte darauf eingegangen, daß die Abrede eines Differenzgeschäftes als zur Nichtigkeit wirkend anerkannt ist, auch wenn nur aus Indizien hervorgeht, daß eine solche Abrede stattgefunden hat, wie die Ausschließung der effektiven Lieferung. Die Auslegung der Gerichte ist eine recht verschiedene. Im Allgemeinen muß man doch sagen — ich weiß nicht, wie das Reichsgericht steht, obgleich man mitunter zu lesen glaubt, daß es in dieser Beziehung nicht immer auf demselben Standpunkt steht — im Allgemeinen habe ich also den Eindruck aus den gerichtlichen Entscheidungen des Kammergerichts, daß unter den Juristen ein sehr bedeutendes Odium gegen die Zulässigkeit der Einrede des Differenzgeschäftes besteht. Es wird mitunter geradezu ausgesprochen, daß der Einwand nur gemacht wird, weil der Mann verloren hat. Er wäre nicht gemacht, wenn er gewonnen hätte. Man drückt also den Gedanken aus, das sei unberechtigt, und das ist ganz richtig. Es verschiebt die Ehrlichkeit des Geschäfts. Der Kaufmann, der Bankier kann nicht übersehen, ob in dem einzelnen Fall der Einwand begründet ist oder nicht. Wird die Einrede für giltig erklärt, dann kann solche Geschäfte nur derjenige machen, der kein Renommee zu verlieren hat, oder für den das Renommee gleichgiltig ist. Die Einrede wirkt also ungleich. Aus diesem Grunde würde ich dagegen sein, das Differenzgeschäft für nichtig und unklagbar zu erklären, sondern im Gegentheil dafür, daß die Einrede für unzulässig erklärt wird. Ich bin der Meinung, sie wirkt nur auf das Spekulationsgeschäft fördernd ein. Wenn Jemand den Hintergedanken hat, daß er freikommen kann auf Grund eines Einwands, so wird er sich sehr viel eher auf eine Spekulation einlassen. Man sieht das an der Vorsicht, mit der alle Spekulanten vorher Alles feststellen, was den Einwand als berechtigt erscheinen lassen kann; sie sagen: ich habe nur so und so viel Vermögen, mehr kann ich nicht opfern. Es ist wiederholt darauf hingewiesen worden, daß daraus nicht gefolgert werden kann: sie haben nicht höher spielen wollen. Ich trete im Uebrigen den Gründen des Ausschusses mit der Konsequenz bei, daß die Einrede für unzulässig erklärt werden muß.

Vorsitzender: Es ist von der anderen Seite erinnert, daß es sich nicht empfehle, Termingeschäfte zu privilegiren. Wenn man die Einrede von Spiel und Wette gegen Termingeschäfte für unzulässig erklärt, so müßte auch gegen andere Geschäfte die Einrede ausgeschlossen werden.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Das ist nach beiden Seiten diskutabel, das gebe ich zu. Andererseits ist doch ein Unterschied da. Die Bankiers können gar nicht unterscheiden, ob ein Mann derart ist, der spekuliren will. Sicher wird der Mann, der spekuliren will und nichts hat, durch die Unzulässigkeit der Einrede veranlaßt, vorsichtiger zu sein. Das ist viel wichtiger, als daß die Bankiers eingeschränkt werden.

Vorsitzender: Man kann aber nicht sagen, in dieser Form soll eine zivilrechtliche Wirkung vorhanden sein, in allen anderen Rechtsformen nicht. Dann wäre es vielleicht angebracht, den jetzigen Zustand bestehen zu lassen. In Frankreich hat man die Einrede nicht verboten.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Es ist auch beiden Seiten diskutabel. Dasselbe gilt in Betreff der Einrede und Unklagbarkeit der Sportwette. Das gebe ich zu, da gilt dasselbe. Ich würde auch absolut für diese dieselbe Konsequenz ziehen. Ich bin der Meinung, daß in der sonstigen Wette keine besondere Gefahr liegt. Besorgniß ist allerdings bei den Differenzgeschäften und der Sportwette vorhanden. Da würde für beide derselbe Grund maßgebend und die Einrede unzulässig sein.

Vorsitzender: Würde der Einwand, soweit man ihn zulößt, nach Ihrer Meinung dazu führen, auch die Depots, die man gegeben hat, zurückzufordern?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Meines Erachtens wäre das etwas Anderes. Ich bin in dieser Beziehung nicht der Meinung.

Was die Ausschließung von Privatpersonen anlangt, so würde ich auch dafür sein, daß im Börsenreglement die Ausschließung von Geschäften mit Handelsgehilfen und Kassenbeamten eingeschränkt beziehungsweise auf Ausschließung von der Börse erkannt würde. Ich möchte darauf auch nicht weiter eingehen, da es bekanntlich schwierig ist, eine Grenze zu finden.

Was die Prämiengeschäfte betrifft, so halte ich diese nicht für gefährlich, sondern geradezu für nothwendig. Sie sind eine Erleichterung des Geschäftsverkehrs. Sie sind ebenso nothwendig wie jede Versicherung. Man müßte dann konsequent jede Versicherung für unzulässig erklären, wenn man die Prämiengeschäfte verbieten wollte. In dem Bericht der Aeltesten der Kaufmannschaft ist ein ganz prägnantes Beispiel angeführt durch die Bezugnahme auf die Regelung der Valuta. Es ist gesagt, wenn ich etwas nach Rubeln kaufe und die Lieferung viel später eintreten soll, so muß ich mir den Rubelkurs sichern; und ich kann das, wenn ich eine Prämie zahle. Dasselbe gilt von einer Menge von anderen Lieferungen auf Zeit, denen vielleicht nicht einmal ein Börsengeschäft zu Grunde liegt. Da ist das Prämiengeschäft die einzige Versicherung, die gefunden werden kann. Deshalb bin ich der Meinung, daß die Nichtigkeit oder Unklagbarkeit der Prämiengeschäfte meines Erachtens eine rechte Vermessenheit wäre.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte doch auf ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal hinweisen zwischen Prämiengeschäften und anderen Versicherungen. Beim Prämiengeschäft hat derjenige, der eine Prämie kauft, einen erheblichen Einfluß auf die Gewinn- und Verlustchancen selbst, während das Prinzip der Versicherungen darin liegt, daß man sich gegen Gefahren schützt, die von dem Willen des Betreffenden unabhängig sind. Viele sind übrigens der Ueberzeugung, daß die Differenzgeschäfte eine ganz erhebliche Einschränkung erfahren würden, wenn nicht durch das Mittel der

Prämie die Möglichkeit gegeben würde, es weniger gefährlich zu betreiben. Die Gründe, die für Prämiengeschäfte angeführt werden, betreffen im Allgemeinen nur Geschäfte in ausländischen Valuten; da ist die große wirthschaftliche Zweckmäßigkeit derselben von keiner Seite bezweifelt worden. Der Herr Sachverständige sagt, er halte das Termingeschäft auch deshalb für nothwendig, um Privatleuten die Möglichkeit zu geben, die durch Erbschaft in den Besitz von Papieren gekommen sind, diese allmählich abzustoßen. Nun möchte ich darauf hinweisen, daß an der Berliner Börse vielleicht 1300 und noch mehr Effekten gehandelt werden, von denen etwa 70 auf Termine gehandelt werden. Wenn nun der Prozentsatz ein so außerordentlich geringer ist, so kann man zu dem Schluß kommen, daß auch für diese wenigen kein erhebliches wirthschaftliches Bedürfniß zum Terminhandel vorliegt, soweit es sich nicht um ausländische Valuta handelt. Ich möchte Sie bitten, auch einige andere Beispiele für die Berechtigung der Prämiengeschäfte in Effekten anzuführen, die nicht auf ausländische Valuta Bezug haben.

Sachv. Dr. **Wilmawski:** Das sind zwei Fragen. Die eine betrifft die Prämienversicherungen. Da gebe ich zu, es ist richtig, daß ein Unterschied zwischen der sonstigen Versicherung in Betreff der Möglichkeit der Einwirkung vorhanden ist. Er ist nicht im vollen Maße vorhanden; denn beim Kurs in ausländischen Münzen ist er nicht vorhanden. Dieser Kurs hängt nicht wesentlich von denen ab, die ihre Prämien geben. Aber es ist richtig, daß das Prämiengeschäft nicht ganz gleich ist mit jeder anderen Versicherung. Ich sehe jedoch nicht ein, weshalb diese Versicherung nicht zulässig sein soll, während sie sonst zulässig und wirthschaftlich eine Nothwendigkeit ist.

Was die Betheiligung von Privaten betrifft, so steht ohne alle Frage die Betheiligung von Privaten in minimalem Verhältniß gegenüber der Betheiligung der Bankiers und Kaufleute. Aber ich wüßte nicht, weshalb bei diesem minimalen Verhältniß es den Leuten verwehrt werden soll, in einer Weise zu handeln, die dem Kaufmann gestattet ist. Es wäre ein Vorzug des Kaufmannsstandes beziehungsweise des Bankiers, daß er sich dieses Mittels bedienen kann, während dem Privatmann, der in gleicher Linie steht, solche Mittel verboten sind. Ich würde darin eine Ungerechtigkeit finden.

Was d angeht, so habe ich mich bereits dafür ausgesprochen, daß der Differenzhandel nicht unter Strafe zu stellen ist.

Zu e würde ich gegen eine Ausdehnung des Wuchergesetzes auf Verleitung zu Spielgeschäften unter Ausbeutung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit prinzipiell nichts haben. Ich bin aber der Meinung, nach meinen Erfahrungen hat das Gesetz nicht viel geholfen. Ob es präventiv geholfen hat, vermag ich nicht zu beurtheilen. In Prozessen sind mir nicht viele Fälle bekannt, wo der Einwand des Wuchers als zutreffend erachtet ist. Leichtsinn und Unerfahrenheit steht Jedem zu Gebote, der überhaupt spekuliren will. Man müßte dann sagen, das Spekuliren wird überhaupt verboten. So weit geht aber Keiner. Die Gerichte nehmen das viel strenger.

Aber es ist schließlich nichts dagegen einzuwenden, daß man das Wuchergesetz auf diese Fälle ausdehnt.

Vorsitzender: Es könnte noch das Erforderniß der Gewerbsmäßigkeit und der gewinnsüchtigen Absicht dazu kommen. Das sind alles elastische Momente; da würde es sich vielleicht praktischer gestalten.

Sachv. Dr. **von Wilmawski:** Es ist nichts dagegen zu sagen, wenn man es versuchen will. Aber besondere Wirkungen verspreche ich mir nicht davon.

Zu der Börsensteuer habe ich kein Vertrauen. Die kann nicht so groß gemacht werden, daß sie ein Hinderniß für die Spekulation bildet.

Vorsitzender: Dann bitte ich Herrn Baer, sich zu den Fragen zu äußern.

Sachv. **van Guaita:** Zur Frage 2, welche Thatsachen zur Einführung des Terminhandels geführt haben, habe ich wenig hinzuzufügen. Was ich mir gedacht habe, das war — ich bin heute etwas anders belehrt worden —, daß ein Bedürfniß bestanden hat, und die Betreffenden erwarteten zu einer bestimmten Zeit Geld zu erhalten. Für diese Zeit will man sich sichern. Es scheint mir das heute nicht mehr ganz zutreffend zu sein. Es hat sich darauf ausgedehnt, daß größere Geschäfte gemacht werden.

Welche Erwerbsgruppen sich am Terminhandel betheiligen, das ist auch schwer zu bestimmen. Geht es gut, die ganze Welt; geht das Geschäft schlecht, dann nimmt es von selbst ab. In Frankfurt besteht die Praxis, es muß ein Antrag gestellt werden, der Antrag wird geprüft, das Papier zugelassen, wenn sich herausstellt, daß ein reger Verkehr in dem Papier statt findet. Es sind nicht sehr viele Papiere, in denen auf Zeit gehandelt wird.

Was die Frage 4 angeht, so ist es unzweifelhaft, daß Nachtheile mit dem Terminhandel verbunden sind. Wie dieselben aber abzustellen sind, kann ich nicht sagen.

Wenn die folgende Frage anregt, ob die Nachtheile nicht oder nur zum Theil entstehen würden, falls die betreffenden Artikel per Kassa gehandelt werden, so ist das sehr fraglich. Es giebt Leute, die entschieden der Anschauung sind, daß der Terminhandel eine gewisse Stabilität für den Kurs schafft. Die Mannigfaltigkeit und Verschiedenartigkeit der Geschäfte, die auf Zeit gehandelt werden, giebt eine Sicherheit, daß nur ein der Wirklichkeit entsprechender Kurs entsteht. Beim Kassageschäft, wo bestimmte Leute bestimmte Wünsche haben, müssen sie oft theurer bezahlen. Das Ultimogeschäft hat umgekehrt den Vortheil, daß es die Kurse in gewissen Fällen nivellirt.

Vorsitzender: Würden Sie empfehlen, den Terminhandel auf gewisse Waaren oder Gattungen von Effekten zu beschränken?

Sachv. **van Guaita:** Ich bin nicht der Anschauung, ich habe bereits vorher gesagt, daß ein großes Geschäft in Effekten stattgefunden haben muß. Ist das zutreffend, so ist eine wirthschaftliche Nothwendigkeit vorhanden.

Vorsitzender: Würden Sie ein Mindestkapital vorschlagen?

Sachv. **van Guaita:** Da würde ich 20 Millionen befürworten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte bitten, die Vortheile des Termingeschäftes in Effekten auch in Bezug auf inländische Banken und inländische industrielle Unternehmungen etwas klarer zu legen. Ich halte es nicht für ausreichend, den Nachweis der Berechtigung dadurch zu führen, daß man sagt: es findet ein Termingeschäft in großem Umfange statt. Bei Waaren, glaube ich, kann man leichter ein wirthschaftliches Bedürfniß nachweisen; der Müller, der in sechs Monaten Mehl abzuliefern hat, muß sich das Getreide auf Termine sichern. Dagegen sind durchschlagende Beispiele für das wirthschaftliche Bedürfniß des Terminhandels in inländischen Industriepapieren noch nie angeführt worden. Ich möchte darum bitten, diejenigen wirthschaftlichen Gründe anzuführen, die für die Nothwendigkeit und Berechtigung des Terminhandels in Effekten, abgesehen von ausländischen Valuten oder zur internationalen Werthausgleichung dienenden Effekten, sprechen.

Sachv. **van Guaita:** Ob direkte wirthschaftliche Vortheile vorhanden sind, vermag ich nicht auszusagen. Ich möchte das auch bezweifeln, aber es ist naturgemäß, daß, wenn ein Unternehmen sehr blühend ist, wenn das Unternehmen voraussichtlich

sehr gute Geschäfte machen wird, oder man weiß von einem Institut: es hat Aussicht zu steigen und es wird sich ein bedeutendes Geschäft darin entwickeln, in diesen Fällen ist es wünschenswerth, daß es dann auch mit Ultimohandel verknüpft wird.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Mich hat das nicht überzeugt. Ich meine, wenn Sie sagen, die Aktien können steigen, so ist damit doch noch nicht ein wirthschaftliches Bedürfniß für den Terminhandel, kein Vortheil für den Nationalwohlstand der Gesammtheit nachgewiesen! Sie halten doch selbst ein Minimum von 20 Millionen für gerechtfertigt.

Sachv. **von Guaita:** Allerdings, ich halte es indessen für wünschenswerth, daß, wenn ein Effekt wirklich in sehr vielen Händen sich befindet, in Zeiten von Schwankungen der Betreffende leicht Gelegenheit habe, Papiere sei es zu kaufen oder verkaufen. Ich halte das für eine berechtigte kaufmännische Spekulation.

Die Frage 7 geht darauf aus, ob es Merkmale giebt, wonach sich der reelle Terminhandel von dem bloßen Differenzgeschäft unterscheidet. Das ist mir nicht ganz klar. Meiner Meinung nach sind alle Börsengeschäfte, auch solche, in welchen ein bedeutender Umsatz stattfindet, reell. Geschäfte, in denen niemals eine Lieferung stattfindet, derartige Geschäfte kenne ich nicht. Einmal, wie vorhin erwähnt worden, muß eine Abnahme stattfinden. Ich kann keine bestimmten Merkmale angeben.

Ich bin daher auch entschieden dagegen, daß Differenzgeschäfte für unklagbar erklärt werden.

Vorsitzender: Würden Sie so weit gehen, wie Herr Geheimer Justizrath von Wilmowski, also den Einwand des Differenzspiels für unzulässig zu erklären?

Sachv. **von Guaita:** Ja!

Hinsichtlich der Handelsangestellten wünsche ich allerdings, daß etwas geschieht, wenn es thunlich ist. Es ist aber unendlich schwer, eine Grenze zu treffen, wie weit Privatpersonen etwa vom Termingeschäfte ausgeschlossen werden sollen. Jedenfalls halte ich es für nothwendig, daß Handelsangestellte nur mit Genehmigung des Chefs solche Geschäfte abschließen. Sie sollen ihre Wünsche nur ihrem Chef mittheilen, damit die Buchung in der Firma geschieht und man ein Auge darauf halten kann.

Es besteht auch ein gewisses Institut bereits für reelle Anlagen. Es wird in diesem Fall ein Konto für den Betreffenden errichtet.

Prämiengeschäfte (Unterfrage c) würde ich nicht für nichtig und unklagbar erklären. Ich halte von allen Geschäften gerade die Prämiengeschäfte für die allerrichtigsten und verständigsten. Es ist eine Versicherung gegen zu großes Risiko, wenn man ein Prämiengeschäft abschließt.

Natürlich bin ich auch dagegen, daß der Differenzhandel unter Strafe gestellt wird (Unterfrage d). Ich kann nicht einsehen, warum gerade der Differenzhandel bestraft werden soll.

Vorsitzender: Dies geschieht unter gewissen Voraussetzungen nach der Konkursordnung.

Sachv. **von Guaita:** Zu e wäre ich unbedingt damit einverstanden, wenn es zu erreichen wäre. Ich würde es für einen Gewinn anschlagen, wenn das zu machen wäre, wenn die Betreffenden überführt werden könnten, sei es den Leichtsinn, sei es die Unerfahrenheit eines Anderen ausgebeutet und ihn zum Spiel verleitet zu haben. Aber das ist unendlich schwer, das muß den Richtern überlassen bleiben.

Gegen eine Erhöhung der Börsensteuer (unter Frage f) muß ich mich entschieden aussprechen, weil ich darin gewissermaßen eine Sanktionirung erblicken würde, wenn man diese Geschäfte noch mit einer Extrasteuer belegt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Die anderen Herren Sachverständigen waren gegen die Erhöhung, dagegen, weil sie glaubten, daß selbst eine solche Erhöhung die Spekulationsgeschäfte nicht einschränken würde.

Sachv. **von Guaita:** Namentlich deswegen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Allerdings wäre das kein Grund, der den Finanzminister von dieser Steuer abhalten würde.

(Heiterkeit.)

Sachv. **Baer:** Ad 2 und 3 schließe ich mich meinen Vorrednern an. Bei uns ist seit einem halben Jahre der Zeithandel sehr still und unbedeutender geworden.

Allerdings sind (Frage 4) mit dem Terminhandel Nachtheile und Kursschwankungen verbunden, aber ich muß mich insofern dem Herrn Vorredner anschließen, als ich glaube, daß durch den Terminhandel viel geringere Preisschwankungen hervorgerufen werden. Auch wirkt die Arbitrage schon an sich ausgleichend. Ich glaube auch, daß, wenn man das Termingeschäft überhaupt verbieten würde, das auf den Kassahandel einwirken würde, daß sich hier noch größere Nachtheile ergeben würden. Wir sehen das an den Vorgängen an der New-Yorker Börse, wo fast nur per Kassa gehandelt wird. Gerade dort entstehen trotz der Kassageschäfte die größten Kursschwankungen, wie sie sonst nirgends sich geltend machen, Schwänzen &c.

Vorsitzender: Es ist doch interessant, daß Chicago das Termingeschäft eingeführt hat. Die dortige Börse ist dem New-Yorker Beispiel nicht gefolgt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn man auch der Ansicht ist, daß der Terminhandel die Preisentwicklung im Allgemeinen günstiger gestaltet, so fragt es sich doch, ob nicht durch den Terminhandel die Herbeiführung momentaner Schwankungen leichter zu erreichen ist, als auf dem Gebiet des Kassaverkehrs, weil beim Terminhandel Leute eingreifen können, die keine Waare und kein Geld haben, während beim Kassageschäft doch schließlich nur derjenige verkauft, der Waare hat, und im Allgemeinen nur der kauft, der das Geld hat.

Sachv. **Baer:** Ich bin der Meinung, daß das nicht der Fall ist, weil im Terminhandel Waare kulanter umgeht. Wenn heute irgend Jemand kommt, irgend ein Spekulant und einen großen Posten Diskontokommandit kauft, so findet er auch eine Gegenpartei. Es sind auch viele Leute da, die geben. Wollte er den Posten per Kassa kaufen, so würde er sich große Mittel verschaffen müssen und er würde viel größere Preisvariationen herbeiführen, als wenn er ultimo handelt.

Zu 6 kann ich mich nur dem anschließen, was hier darüber gesagt ist. Ich glaube auch, daß sich nicht jedes Papier zum Ultimohandel eignet. Man sollte ein Mindestkapital verlangen.

Vorsitzender: Sind 20 Millionen zu hoch?

Sachv. **Baer:** Nein. Eine Einschränkung auf gewisse Gattungen von Papieren würde ich nicht empfehlen. Das ist furchtbar schwer, eine Sonderung zu treffen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ist der Herr Sachverständige der Ansicht, daß das Termingeschäft im Allgemeinen die Kurse des betreffenden Papiers steigert oder nicht?

Sachv. **Baer:** Ich glaube wohl, daß im Großen und Ganzen die Kurse gesteigert werden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte das nur feststellen.

Sachv. **Baer:** Zu 7, Merkmale, wonach sich der reelle Terminhandel von dem bloßen Differenzgeschäft unterscheidet,

sind sehr schwer zu finden. Ich kann mich für die Richtigkeit und Unklagbarkeit der Differenzgeschäfte auch nicht aussprechen. Dagegen wäre ich sehr dafür, daß etwas geschehen soll, um den Unfug, mit Handelsangestellten Termingeschäfte zu machen, zu verhindern. Es wäre jedenfalls sehr erwünscht, wenn da etwas geschieht.

Vorsitzender: Auch mit Kassenbeamten?

Sachv. **Baer:** Entschieden.

Vorsitzender: Und mit unselbstständigen Leute anderer Art?

Sachv. **Baer:** Da ist sehr schwer, eine Grenze zu finden.

Vorsitzender: Es giebt Komtordiener, die so lange Aufträge von Differenzgeschäften annehmen, bis die Sache zusammenbricht. Auch herrschaftliche Diener sollen dergleichen Geschäfte treiben. Sollte auch hier eine Ausschließung der betreffenden Leute von der Börse stattfinden?

Sachv. **Baer:** Das könnte so geschehen, daß man einfach sagt: Jeder, der mit Leuten Geschäfte macht, bei denen diese Voraussetzungen vorliegen, wird vom Besuch der Börse ausgeschlossen.

Vorsitzender: Zivilrechtliche Ungiltigkeit wollen Sie nicht?

Sachv. **Baer:** Nein.

Hinsichtlich der Prämiengeschäfte (Unterfrage c) bin ich der Anschauung der Vorredner. Ich finde nicht, daß diese Geschäfte so ganz ohne Vernunft sind, wie es hier hingestellt ist. Es hat Jemand ein Papier, er will sich einen gewissen Kurs desselben sichern. Er verkauft darauf eine Prämie. Geht es günstig, so hat er zu einem höheren Kurs verkauft, und geht das Papier zurück, so gewinnt er die Prämie. Das ist eine ganz vernünftige Operation. Ebenso ist es mit der Stellage.

Vorsitzender: Sie sind also der Ansicht, daß durch diese bequeme Form das Differenzspiel erleichtert wird. Es fehlt aber an einem Merkmale, beides von einander zu trennen.

Sachv. **Baer:** Daß diejenigen bestraft werden, welche unter wissentlicher Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit eines Anderen für ihn oder mit ihm Termingeschäfte abschließen oder ihn dazu verleiten (Unterfrage d), das ist natürlich zu bejahen. Wenn der richtige Weg gefunden wird, was nicht leicht sein dürfte, so bin ich überzeugt, daß Nutzen geschaffen wird.

Was die sogenannte Börsensteuer anlangt (Unterfrage f), so haben die anderen Herren schon gesagt, daß sie das eigentliche Spiel nicht stören, aber das solide Geschäft erschweren würde.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte noch die beiden letzten Herren darüber hören, wie sie es bezüglich des Terminhandels mit Angestellten halten, ob da auch bloß für sie der Gesichtspunkt maßgebend ist, daß sie nicht ohne Genehmigung des Prinzipals solche Geschäfte machen sollen, oder ob sie dafür sind, daß das überhaupt nicht geschehen soll.

Sachv. **von Guaita:** Ich kann ihnen nicht ein für allemal verbieten, daß sie keine Spekulationsgeschäfte machen. Denn Angestellte und Angestellte sind zweierlei. Es sind dabei z. B. Söhne von reichen Eltern; sie sind ein paar Jahre in einem anderen Hause. Warum sollen sie nicht Termingeschäfte machen? Da muß man in einem jeden einzelnen Fall scharf unterscheiden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn nun der Chef ein unsolider Spekulant ist, dann spekulirt die ganze Gesellschaft vom Prinzipal bis zum Hausknecht herunter.

(Heiterkeit.)

Sachv. **Baer:** Wenn der Angestellte bei dem Chef selbst seine Geschäfte macht, so hat der Chef direkt die Kontrole.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte bloß hören, ob Sie nicht auch die Empfindung haben, daß allein mit der Genehmigung des Prinzipals die Sache nicht ausgemacht ist, daß der Gedanke zu Grunde liegt, der Bankiergehilfe soll nicht Bankiersspekulationsgeschäfte machen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Würden Sie es für angängig halten, eine Vorschrift zu erlassen, wonach Angestellte nur Geschäfte machen dürfen, wenn sie die Erlaubniß von ihrem Chef beibringen?

Vorsitzender: Herr Präsident Wiener sagt, der Chef kann auch ein unsolider Spekulant sein, und dann spekulirt die ganze Gesellschaft.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist leicht möglich, daß der Prinzipal besonders gefährliche Geschäfte macht.

Sachv. **Baer:** Ich bin der Meinung, wenn es mit der Genehmigung des Prinzipals geschieht, soll es nicht strafbar sein. Wenn heute Jemand kommt und sagt: „Ich habe 20 000 Mark, dafür will ich Kreditaktien per ultimo kaufen;" so kann ich nicht sagen: Du bist unsolid, das kann ich nicht, das ist verboten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Bei Ihren Beispielen tritt natürlich der unsolide Charakter solcher Termingeschäfte niemals hervor. Sie wählen das Beispiel: Wenn Jemand 10 000 Mark hat und dafür Aktien auf Zeit kauft. Wenn aber derselbe nur ein Vermögen von 10 000 Mark hat und Geschäfte für 1 Million macht, dann ist es für die öffentliche Moral gleichgiltig, ob der Prinzipal die Genehmigung ertheilt oder nicht! Sie wollen solche Geschäfte nicht haben, aber nicht aus Rücksicht auf das öffentliche Interesse, sondern lediglich aus Rücksicht auf die Interessen des Bankiers.

Sachv. **Baer:** Das ist mit ein triftiger Grund, daß nicht solche Ereignisse, wie sie bei Bock eingetreten sind, sich wiederholen. In dem Moment, wo der Chef selbst weiß, was in seinem Hause vorgeht, und es wissen muß, weil kein Dritter mit den Angestellten Geschäfte machen darf, ist die Gefahr viel geringer. Wenn der Betreffende zum Chef kommt, und der Chef findet es unsolid, so wird er sagen: das erlaube ich nicht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Fall kann ebenso gut beim herrschaftlichen Diener eintreten oder bei anderen Angestellten. Da halten Sie ein Verbot nicht für zweckmäßig?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie wollen diesen Fall mit den Handelsangestellten unter den allgemeinen bringen und daneben noch einen Fall, wenn sie ohne Genehmigung des Prinzipals Differenzgeschäfte machen. Das Zweite wollen Sie im Wege der Börsendisziplin verhindern.

Vorsitzender: Wir können die Vernehmung wohl für heute schließen. Ich bitte die Herren, sich morgen um 10 Uhr wieder einzufinden.

(Schluß 5¼ Uhr.)

Dreizehnter Verhandlungstag.

(Sechzehnte Kommissionssitzung.)

Dienstag, den 14. Juni 1892.

Vorsitzender: Ich begrüße Herrn Landgerichtsrath Munk, der heute als Sachverständiger erschienen ist.

Wir können sogleich in der Vernehmung der Sachverständigen fortfahren. Punkt 1 und 2 sind vollständig erledigt, weiterhin auch noch der Termin- und Differenzhandel fast vollständig. Der folgende Punkt 8 handelt hauptsächlich vom Produktenhandel, den wir bisher zunächst ausgeschlossen haben. Die anwesenden Herren Sachverständigen sind in dieser Beziehung wohl auch nicht besonders informirt und also damit einverstanden, daß wir auch heute davon absehen.

Nummer 8 enthält indessen einige Punkte, die vielleicht dennoch der Erörterung mit den anwesenden Herren Sachverständigen bedürfen. Die Frage bezieht sich auf die Lieferungsbedingungen zunächst hinsichtlich der Lieferbarkeit für Papiere, ferner hinsichtlich der Exekution und des Schiedsgerichts.

(Zum Sachverständigen von Wallenberg): Wollen Sie sich vielleicht über diesen Punkt äußern?

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Ich kann dazu bloß sagen, daß die Schiedsgerichte sich im Allgemeinen als sehr praktisch und gut erwiesen haben und daß in Breslau verhältnißmäßig sehr wenig schiedsgerichtliche Verhandlungen vorkommen, vielleicht im ganzen Jahre höchstens ein Dutzend. Das ist also wohl auch ein Zeichen, daß die Lieferungsbedingungen hinsichtlich der Lieferbarkeit von Papieren, der Exekution 2c. vollständig zweckmäßige Einrichtungen sind.

„Was kann eventuell zur Beseitigung oder Unschädlichmachung solcher Bedingungen geschehen?"

Es sind eben gar keine Uebelstände vorhanden.

Vorsitzender: Wie ist das Schiedsgericht bei Ihnen organisirt?

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Bei uns in Breslau setzt sich das Schiedsgericht zusammen aus Börsenkommissaren, einem Obmann und zwei Beisitzern und einem Rechtsanwalt. Der Rechtsanwalt ist dabei.

Vorsitzender: Streitigkeiten über die Lieferbarkeit müssen vor das Schiedsgericht gebracht werden? Es ist gar kein Wahlrecht?

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Ja, der Börsenschluß bedingt das.

Vorsitzender: Werden Gründe bei den Entscheidungen angegeben?

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Ja gewiß.

Vorsitzender: Es ist uns hier von Berlin gesagt worden, daß keine Gründe angegeben werden.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Bezüglich der Lieferbarkeit von Papieren werden natürlich keine Gründe gegeben, weil ein Papier zu schnell aus einer Hand in die andere geht. Also es werden die Gründe angegeben, weshalb dieses Papier nicht lieferbar ist, und wir erklären nachher bloß: aus dem und dem Grunde ist es nicht lieferbar.

Vorsitzender: Das würde ja eine Angabe von Gründen sein.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, aus diesen speziell angeführten Gründen.

Vorsitzender: Wechselt die Zusammensetzung des Schiedsgerichts häufig?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, die 12 oder 13 Börsenkommissare wechseln ab.

Vorsitzender: Bei Streitigkeiten, die andere Punkte betreffen, haben die Interessenten wohl die Wahl, ob sie sich an das Schiedsgericht wenden wollen oder an die ordentlichen Gerichte?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, meistens wenden sie sich aber doch an das Schiedsgericht.

Vorsitzender: Und wird nicht geklagt über das Verfahren, die Organisation?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein, durchaus nicht.

Vorsitzender: Juristen nehmen an dem Schiedsgericht nicht Theil?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, ein Rechtsanwalt.

Vorsitzender: Die Börsenordnung enthält nähere Bestimmungen darüber nicht. Das hat sich also wohl nur als Handelsgebrauch herausgebildet?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja.

Vorsitzender: Nun ist in der Frage auch von der Exekution die Rede. Bestehen da in Breslau besondere Bestimmungen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly** (einfallend): Nein; es kommt auch sehr selten vor.

Vorsitzender (fortfahrend): Daß die Parteien etwa durch gedruckte Bedingungen sich der Exekution unterwerfen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das ist, glaube ich, in den Börsenbedingungen enthalten, daß der Verkauf stattfindet, sobald der Betreffende die Bedingungen nicht erfüllt.

Vorsitzender: Nun kommen wir zu Nr. 9.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** „Sind in den Einrichtungen zur Erleichterung des Abschlusses und der Abwicklung von Termingeschäften gemeinschädliche Mängel hervorgetreten, und wie lassen sich dieselben beseitigen?"

Auch diese Einrichtungen haben sich sämmtlich als sehr nutzbringend erwiesen.

Vorsitzender: Welche Einrichtungen der Art haben Sie in Breslau?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Wir haben die Liquidationskasse zur Abrechnung.

Vorsitzender: Für Waarengeschäfte oder auch für Papiere?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Bloß für Fonds.

Vorsitzender: Die Abrechnungsstelle ist wohl in ähnlicher Weise eingerichtet wie die Berliner?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, das kann ich nicht sagen. Aehnlich eingerichtet ist sie wohl. Ich kenne die Berliner nicht.

Vorsitzender: Besteht auch ein Effektengiro in Breslau, wie es hier besteht, also eine Einrichtung, daß Effekten durch bloße Umschreibung in den Büchern übertragen werden?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein.

Vorsitzender: Mängel in der dortigen Einrichtung der Liquidationskasse sind nicht hervorgetreten?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Sind nicht hervorgetreten. Es ist deshalb praktisch, weil wir nicht nöthig haben, unsere Kassenboten mit den Effekten in der Stadt herumzuschicken, um die Gelder einzukassiren. Das ist eine wesentliche Erleichterung.

Vorsitzender: Weil die Mehrzahl der Abschlüsse durch Kompensation sich ausgleicht.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja.

Vorsitzender: Die Einrichtungen an anderen Plätzen werden Ihnen auch wohl im Allgemeinen bekannt sein? Da wissen Sie auch nicht von bestimmten Mängeln?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein. Uebrigens bin ich da nicht orientirt.

Vorsitzender: Herr Geheimrath von Wilmowski, wollen Sie sich zu Frage 8 und 9 äußern?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich habe darüber im Allgemeinen keine bestimmten Erfahrungen gemacht, weder schädliche noch günstige.

Vorsitzender: Auch hinsichtlich der Schiedsgerichte nicht?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Nein, ich habe keine Nachtheile erfahren.

Vorsitzender (zum Sachv. von Guaita): Bitte, wollen Sie sich äußern.

Sachv. **von Guaita:** Zu 8 und 9 habe ich auch nicht viel zu sagen. Wir haben in Frankfurt kein derartiges Gremium in dem Sinne, daß es ein Schiedsgericht ist. Es sind bei uns sieben Herren, die sich aber abzweigen aus der Handelskammer, und die das Amt übernommen haben, über die Lieferbarkeit von Effekten und über einzelne Streitfragen zu entscheiden. Aber es ist nicht der Fall, daß die Parteien sich dem stets unterwerfen, und wir stehen in dem Punkt ziemlich unsicher da. Ich für mein Theil würde es gern sehen, wenn einem derartigen Schiedsgericht etwas mehr bestimmte Machtvollkommenheiten zuertheilt würden.

Vorsitzender: Enthalten Ihre gedruckten Bedingungen nichts über die obligatorische Unterwerfung?

Sachv. **von Guaita:** Ja, sie sind eben nicht obligatorisch.

Vorsitzender: Die Anrufung des Schiedsgerichts und die Unterwerfung unter dasselbe sind nur fakultativ?

Sachv. **von Guaita:** Es ist dort nur fakultativ. Es sind Fälle vorgekommen, wo der Betreffende sich nicht dem gefällten Urtheil gefügt hat.

Vorsitzender: Das Schiedsgericht hat also gar nicht zu entscheiden, sondern es giebt nur ein Gutachten?

Sachv. **von Guaita:** Also die Papiere zirkuliren bei uns. In Fällen, wo der Stempel undeutlich ist, wo Stücke abgerissen sind, macht Jeder seine Bemerkungen in Betreff der

Lieferbarkeit, und die Majorität entscheidet. Wir haben ein Formular, das dem Betreffenden ausgehändigt wird ohne Angabe von Gründen.

Vorsitzender: Ist das nun bindend?

Sachv. **von Guaita:** Nein, es ist nicht bindend. Sie nehmen es in der Regel an, aber Ausnahmefälle sind oft vorgekommen.

Vorsitzender: Sie können auch bei den ordentlichen Gerichten Klage erheben?

Sachv. **von Guaita:** Ja, das können sie.

Vorsitzender: Ist bei sonstigen Streitigkeiten die Unterwerfung unter das Schiedsgericht vorgekommen?

Sachv. **von Guaita:** Das ist nicht vorgekommen. Uebrigens, derartige Fälle sind mir kaum bekannt.

Vorsitzender: Aber es besteht doch auch für solche Streitigkeiten ein Schiedsgericht?

Sachv. **von Guaita:** Dieselbe Kommission würde sich damit befassen, aber sie besteht nicht als Schiedsgericht, sie hat eigentlich nie den Namen Schiedsgericht angenommen, es steht ihr eigentlich diese Funktion nicht gerade speziell zu, und, wie gesagt, ich für meinen Theil würde es für recht wünschenswerth halten, daß ein solches Schiedsgericht mit dem Namen Schiedsgericht eingeführt würde, das sich also aus mehreren Herren rekrutirt, nicht nur aus Herren von der Handelskammer, und zu welchem vielleicht auch noch ein Jurist hinzugezogen werden könnte. Bisher wurde der Konsulent in Streitfragen immer zugezogen und hat dann auch sein Votum abgegeben.

Vorsitzender: Aber das Schiedsgericht ist nicht organisirt?

Sachv. **von Guaita:** Nein, ein Schiedsgericht als solches besitzen wir nicht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Möchte der Herr Sachverständige es nicht für zweckmäßig erachten, daß beim Schiedsgericht ein unabhängiger Richter, eine von der Handelskammer nicht abhängige Persönlichkeit als Beisitzer, Vorsitzender oder irgendwie sonst mitwirkt, und daß die Schiedsgerichte nur diejenigen Fälle entscheiden, in denen es sich um Mitglieder der Börse handelt, und daß sie den Schiedsspruch ablehnen, wenn, wie es ja häufig vorkommt, durch Verabredung eines Börsenmitgliedes mit außerhalb der Börse Stehenden die Bedingungen der Börse für dieses Geschäft als maßgebend erklärt werden?

Sachv. **von Guaita:** Ja, auf die erste Frage möchte ich erwidern, daß ich es allerdings für möglich halte, soweit es sich nur um das Schiedsgericht handelt, daß ein außerhalb der Börse stehender Richter herangezogen würde; aber ich würde nicht einmal sagen, daß er der Vorsitzende wäre.

Habe ich die zweite Frage richtig dahin verstanden, daß ein derartiges Schiedsgericht sich nur befassen soll mit den Geschäften . . . .

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp** (einfallend): Mit Geschäften, die zwischen Mitgliedern der Börse abgeschlossen werden.

Sachv. **von Guaita:** Damit bin ich ganz einverstanden.

Vorsitzender: Würden Sie verbieten, daß andere Personen, die außerhalb der Börse stehen, sich dem Schiedsgericht unterwerfen? Es existiren ja auch vielfach solche Bestimmungen.

Sachv. **von Guaita:** Ja, das ist eine schwierige Frage, das weiß ich nicht.

Vorsitzender: Es können daraus Uebelstände entstehen? Gedruckten Bedingungen entzieht man sich bekanntlich sehr schwer. Das wollen Sie aber nicht beantworten?

Sachv. **von Guaita:** Nein, ich ziehe vor, das nicht zu beantworten.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Welches Interesse würde besser gewahrt sein, als es gegenwärtig der Fall ist, wenn das einträte, was der Herr Sachverständige als wünschenswerth bezeichnet, nämlich die strengere Verbindlichkeit, sich dem Schiedsgericht zu unterwerfen? Hält der Herr Sachverständige dafür, daß das in höherem Grade das Interesse des Publikums wahren würde?

Sachv. **von Guaita:** Unstreitig würde es den Interessen des Publikums selbst dienen und zu einem besseren gegenseitigen Verkehr unter den Börseninteressenten beitragen. Wenn die Herren wissen: ich habe mich dem zu fügen, so werden sie schon gewisse Dinge in gewissen Fällen gar nicht erstreben. Es werden manche Fälle überhaupt nicht bis zum Schiedsgericht gelangen.

Vorsitzender: Herr Baer, wollen Sie sich auch über Frage 8 und 9 aussprechen.

Sachv. **Baer:** Was 8 betrifft, so muß ich mich Herrn von Guaita anschließen, daß es sehr wünschenswerth wäre, für Frankfurt eine festere Form zu finden, weil, wie gesagt, die Unterwerfung unter diese Aussprüche, unter die Entscheidung der Handelskammer nur fakultativ und keine Instanz da ist, der man sich unbedingt unterwerfen muß, die also die Festigkeit giebt, die doch im Börsenverkehr unbedingt nöthig ist.

Was 9 anbetrifft, so haben wir in Frankfurt verschiedene Organe für unsere Abwicklungen, in erster Linie also das clearinghouse, dann das Kollektivskontro und drittens das clearinghouse für Differenzen. Das clearinghouse ist ja dem Herrn Präsidenten bekannt; es ist das clearinghouse der Reichsbank. Dann haben wir das Kollektivskontro, welches alle Ultimogeschäfte liquidirt, also die Sache sehr vereinfacht, und dann haben wir noch das clearinghouse für Differenzen, sodaß diese Organe, die nach und nach aus dem Verkehr entstanden sind, sich durchaus in jeder Beziehung bewährt haben.

Vorsitzender: Welche Rolle spielt nun dieses clearinghouse für Differenzen neben dem Kollektivskontro?

Sachv. **Baer:** Das Kollektivskontro ist nur für die Skontrirung der auf Zeit gehandelten Effekten. Es wird jeden Ultimo skontrirt, während das clearinghouse für Differenzen die Differenzen in Geld regulirt. Jedes Mitglied, das dem clearinghouse für Differenzen beitritt, giebt jeden Ultimo ein Konto ein, in dem es heißt: an die und die Personen schuldet es, bei den und den Personen hat es gut, bleibt schließlich eine Differenz von so und so viel, sei es zu seinen Gunsten, sei es zu seinen Lasten, die es an das clearinghouse abführt.

Vorsitzender: Im hiesigen Liquidationsverein ist Beides vereinigt.

Sachv. **Baer:** Ja, da ist Beides vereinigt; bei uns ist es getrennt. Wir hatten zuerst ein Kollektivskontro für Effekten, das wurde sehr umfangreich, und wir hatten eine solvente Bankfirma genommen, die die Abwicklungen des clearinghouse für Differenzen besorgt, und das hat sich ganz gut bewährt.

Vorsitzender: Es haben sich also keine Mängel gezeigt?

Sachv. **Baer:** Nein.

Vorsitzender (zum Sachv. von Guaita): Sind Sie auch dieser Meinung?

Sachv. **von Guaita:** Ja.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ist das clearing-house eine Aktiengesellschaft?

Sachv. **Baer:** Nein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das ist also ein privates Uebereinkommen?

Sachv. **Baer:** Es ist ein Uebereinkommen, das zwischen den Mitgliedern getroffen wurde, und man hat ein Bankhaus gewählt, diese Abwicklungen jeden Ultimo vorzunehmen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann wollte ich an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, ob es zweckmäßig wäre, einen unabhängigen Richter zu den Schiedssprüchen hinzuzuziehen?

Sachv. **Baer:** Ich glaube kaum, daß das ein Bedürfniß wäre. Wenn, wie der Herr Geheimrath vorher bemerkt hat, aus Persönlichkeiten der Handelskammer, sowie aus Persönlichkeiten des Handelsstandes die sogenannten Schiedsgerichte komponirt würden, so glaube ich, daß alle Interessen dabei gewahrt sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie werden wissen, daß bei Schiedssprüchen häufig sehr schwierige Rechtsfragen zur Entscheidung kommen oder wenigstens kommen können.

Sachv. **Baer:** Ich kann das nicht ganz zugeben. Die Bedingungen in Betreff vielleicht von Börsendifferenzen, sei es bei der Exekution u. s. w., sind doch auf andere Weise festgelegt. Das, was an die Handelskammer kommt, sind meines Wissens doch größtentheils Anfragen über Lieferung von Effekten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Diese Fälle möchte ich ausscheiden, weil es sich hier nicht um eigentliche Schiedssprüche handelt und Entscheidungen über Lieferbarkeit der Effekten momentan während der Börse erfolgen müssen. Aber ich möchte die anderen Fälle in Betracht ziehen, wo es sich um die Inanspruchnahme von Differenzen handelt, also beispielsweise um die Frage, ob ein reines Differenzgeschäft vorliegt. Das ist doch unter Umständen eine sehr schwierige juristische Frage.

Sachv. **Baer:** Dafür hat die Handelskammer ja ihren bewährten Rechtsbeistand.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Bewährt sich dieser nun namentlich auch nach der Richtung, daß er vollständig unabhängig ist?

Sachv. **Baer:** Ja, ganz gewiß.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann wollte ich noch die zweite Frage an den Herrn Sachverständigen richten, ob er es für zweckmäßig erachtet, die Thätigkeit der Schiedsgerichte lediglich auf die Mitglieder der Börse zu beschränken und den Schiedsgerichten die Mitwirkung in denjenigen Fällen zu untersagen, in denen das Privatpublikum betheiligt ist. Ich kann dem Herrn Sachverständigen hier mittheilen, daß an der Berliner Produktenbörse die Mitglieder des Schiedsgerichts ihre Mitwirkung haben versagen wollen, als es sich um die Geschäfte handelte, die Privatleute mit einem Börsenmitgliede abgeschlossen haben, und daß sie der Ansicht gewesen sind, daß diese Geschäfte gegen die guten Sitten verstoßen und es deshalb ihrer Stellung nicht entspräche, in derartigen Fällen als Schiedsrichter in Funktion zu treten.

Sachv. **Baer:** Ich könnte für meine Person dem nicht beistimmen, Dritte hinzuzuziehen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dritte hinzuzuziehen?

Sachv. **Baer:** Ja, die Frage, die der Herr Geheimrath gestellt hat — ich habe mich vielleicht nicht richtig ausgedrückt — ich wollte damit sagen, nach den Verhältnissen in Frankfurt, die ich kenne, würde eine so vollständig gemischte Kommission dem Zweck entsprechen.

Vorsitzender: Nein, es handelt sich darum, ob das Schiedsgericht ausschließlich über Streitigkeiten zwischen Börsenbesuchern kompetent sein oder ob sich die Kompetenz auch auf außerhalb der Börse stehende Personen ausdehnen soll.

Sachv. **Baer:** Auch auf außerhalb der Börse stehende Personen möchte ich sie ausdehnen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte scheiden zwischen Fonds und Produkten. Soweit ich mich erinnere, tritt für materielle Streitigkeiten aus Fondsgeschäften — ich sehe von den Lieferbarkeitsstreitigkeiten ab — in Berlin, wenn nicht beide Streittheile Börsenmitglieder sind, die schiedsrichterliche Kommission überhaupt nicht ein. Die hiesige schiedsrichterliche Kommission für Streitigkeiten aus Fondsgeschäften befaßt sich nur mit Streitigkeiten zwischen Börsenmitgliedern. Das ist also bei Ihnen gegenwärtig anders?

Sachv. **Baer:** Wir haben ja ein Schiedsgericht, aber man ist nicht gebunden, sich den Beschlüssen zu unterwerfen, und dadurch hängen die einzelnen Entscheidungen des Schiedsgerichts eben in der Luft. Da möchten wir eine feste Organisation für Fonds wünschen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Werden nicht mitunter Geschäfte abgeschlossen unter Bezugnahme auf die Bedingungen, die das Schiedsgericht als zulässig erklärt hat?

Sachv. **von Guaita:** Wir besitzen keine Schiedsgerichtsordnung; das möchte ich noch kurz erwähnen.

Vorsitzender: Dann ist dies ja schon von selbst ausgeschlossen.

Ich möchte nun Herrn Landgerichtsrath Munk um seine Ansicht fragen.

Sachv. **Munk:** Ich habe keine Erfahrungen über das Schiedsgericht, würde aber prinzipiell auch der Meinung sein, daß Börsenschiedsgerichte sich nur eignen für Streitigkeiten zwischen Kaufleuten, welche die Börse regelmäßig besuchen und dort regelmäßig Geschäfte machen, dagegen sich nicht eignen für Geschäfte, die gemacht werden zwischen Börsenkaufleuten und außerhalb der Börse stehenden Personen. Die Unparteilichkeit und Zuverlässigkeit der Börsenschiedsgerichte ist meines Erachtens bezüglich solcher Streitigkeiten nicht genügend gewährleistet, und ich möchte glauben, daß für solche Fälle die schiedsrichterliche Thätigkeit ausgeschlossen sein soll. Es ist auch nach meinen Erfahrungen eigentlich nicht üblich, daß außerhalb der Börse stehende Personen sich dem Börsenschiedsgericht unterwerfen. Das ist nur eine seltene Ausnahme; es ist nur selten in gewissen formularmäßigen Geschäftsbedingungen mit enthalten, aber es ist nicht die Regel. Ich glaube, daß das, was sonst allgemein die Regel bildet, auch naturgemäß das ist, was gelten soll.

Vorsitzender: Soweit es sich um ein organisirtes Schiedsgericht handelt, das unter einer gewissen behördlichen Aufsicht steht, würde es ja zulässig sein, ihm die Annahme solcher Anträge zu verbieten. Im Uebrigen kann man wohl die Unterwerfung unter ein Schiedsgericht nicht beschränken. Man kann sich ja auch dem Schiedsspruch irgend eines Privatmannes unterwerfen. Aber Sie würden empfehlen, dem organisirten Schiedsgerichte zu verbieten, in Streitigkeiten zwischen außerhalb der Börse stehenden Personen zu entscheiden?

Sachv. **Munk:** Wenn sich kein Mittel finden würde, das außerhalb der Börse stehende Publikum von diesen Börsen-

geschäften, z. B. von Termingeschäften, auszuschließen, und da wäre die Frage, ob es solche Mittel giebt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, sich auch über die Frage zu äußern, ob es nicht zweckmäßig wäre, einen unabhängigen Richter hinzuzuziehen?

Sachv. **Munk:** Diese Frage möchte ich eigentlich verneinen. Da, wo das Schiedsgericht angerufen wird, kommt es meines Erachtens wesentlich auf schleunige Entscheidung an, und diese Schleunigkeit der Entscheidung würde dann meines Erachtens nicht genügend gesichert sein, wenn irgendwie ein außerhalb der Börse Stehender hinzugezogen werden müßte. Meines Erachtens kommen vor die Börsenschiedsgerichte wesentlich nur solche Streitigkeiten, bei denen es auf thatsächliche Fragen ankommt, auch die Frage, ob ein reines Differenzgeschäft vorliegt, ist doch wesentlich nur thatsächlicher Natur und würde ja dann wegfallen, wenn eben Formen geschaffen würden, wo die eigentlichen Differenzgeschäfte ausgeschlossen sind. Daß Rechtsfragen vom Schiedsgericht zu entscheiden sind, dürfte sonst wohl nur in seltenen Fällen vorkommen, wenigstens ist es mir in meiner Praxis, wenn ich Schiedssprüche zur Kognition erhalten habe, eigentlich kaum vorgekommen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte ferner einmal den Herrn Sachverständigen fragen, ob er es für zweckmäßig erachten würde, Schiedssprüchen die Vollstreckbarkeit beizulegen oder in dieser Beziehung eine gewisse Erschwerung eintreten zu lassen.

Sachv. **Munk:** Dazu sehe ich eigentlich keinen Grund ein. Es ist bereits in der Zivilprozeßordnung vorgesehen, unter welchen Formen die Schiedssprüche vollstreckbar sein sollen, und seit zwölf Jahren ist das in Kraft und hat sich meines Erachtens hinlänglich bewährt. Ich sehe also keinen Grund ein, nach der Richtung hin etwas zu ändern. Die Börsenschiedsgerichte haben keine andere Natur als andere Schiedsgerichte.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ein Bedenken liegt doch vielleicht darin, daß dieses Schiedsgericht keinen Beweis erheben kann, da es keine Zeugen eidlich vernehmen kann.

Sachv. **Munk:** Doch, durch Ersuchen der Gerichte. Also ich sehe keinen Grund, nach der Richtung eine Aenderung eintreten zu lassen.

Vorsitzender: Die Gerichte entsprechen diesen Requisitionen?

(Zuruf: Sie müssen es.)

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich wollte nur aus meiner langjährigen Praxis als Mitglied des kaufmännischen Schiedsgerichts auch bestätigen, was der Herr Sachverständige gesagt hat, daß Rechtsfragen von besonderer Erheblichkeit niemals vorgekommen sind. Es hat sich im Wesentlichen nur um thatsächliche Feststellungen gehandelt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Da muß ich doch bedauern, beiden Meinungen widersprechen zu müssen. Es können die komplizirtesten Rechtsfragen vorkommen. Es sind ja alle Einwände in Prozessen möglich. Es ist sogar ganz häufig die Frage sehr schwierig, wie weit eigentlich die Kompetenz geht. Es können die komplizirtesten Rechtsfragen zur Entscheidung kommen. Ich möchte auch konstatiren, daß für die Produktenbörse die Unterwerfung des Privatpublikums unter die Schlußscheine und damit unter das Schiedsgericht der Produktenbörse eine ganz häufige, ja beinahe eine regelmäßige ist.

Sachv. **Munk:** Das möchte ich verneinen. Nach meiner Erfahrung ist das nicht der Fall. Gewisse Firmen pflegen formularmäßige Geschäftsbedingungen zu haben. Das trifft

bezüglich bestimmter Firmen zu, welche sich thatsächlich ein Geschäft daraus gemacht haben, das außerhalb der Börse stehende Publikum zu Börsengeschäften heranzulocken. Wenn ein Weg gefunden werden sollte, um das unmöglich zu machen, dann liegt meines Erachtens ein besonderer Grund zur Abänderung nicht mehr vor. Etwas Anderes wäre es ja dann, wenn dies nicht gelänge, da bei dem gegenwärtigen Zustand außerhalb der Börse stehende Kreise Börsengeschäfte machen können.

Vorsitzender: Man könnte auf den Gedanken kommen, daß die Leute, wenn solche Rechtsfragen vorliegen, das Schiedsgericht nicht anrufen werden. Nun kann aber der Kläger nicht voraussehen, welche Einwendungen gemacht werden. Diese sind doch vielfach nicht thatsächlicher Natur, sondern beruhen auf bloßen Rechtsausführungen. Ich kann mir auch denken, daß das Schiedsgericht sich auf die rein thatsächlichen Fragen beschränkt. Es ist nur die Frage, wie sich das in der Praxis verhält, ob das Berliner Schiedsgericht also öfter erklärt: wir stellen unsere Thätigkeit ein und geben den Leuten anheim, sich an die ordentlichen Gerichte zu wenden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Das kann vorkommen; aber es ist außerordentlich selten vorgekommen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe das nie gesehen. Mir sind dagegen Fälle vorgekommen, in denen der Beklagte den Einwand des ungültigen reinen Differenzgeschäfts dahin bei dem Schiedsgericht verwerthete, daß er deshalb auch die Ungiltigkeit des auf dem Schlußschein beruhenden Schiedsvertrages behauptete. Das Schiedsgericht hat über alle diese Dinge entschieden.

Sachv. **Munk:** Gewiß kommen solche Fälle vor, und daß es niemals vorkommt, wird nicht behauptet. Aber sie sind im Allgemeinen selten. Ich sollte meinen, das Börsenschiedsgericht habe keine andere Natur als jedes andere Schiedsgericht. Wenn es überhaupt zweckmäßig ist, in einem Falle ein Schiedsgericht einzusetzen, damit dadurch eine schleunige Entscheidung ermöglicht wird, so sehe ich keinen Grund ein, weshalb für das Börsenschiedsgericht etwas Anderes gelten soll wie für andere Schiedsgerichte. Jedes andere Schiedsgericht ist auch in der Lage, die komplizirtesten Rechtsfragen zur Entscheidung zu bringen. Das muß ebenso gut vom Börsenschiedsgericht wie von jedem anderen Schiedsgericht geschehen. Es kann meines Erachtens eine besondere Schädlichkeit darin nicht erblickt werden. Wenn man nun die Frage der Zweckmäßigkeit der Börsenschiedsgerichte im Allgemeinen bejahen muß, dann muß man meines Erachtens eben auch derartige Dinge in den Kauf nehmen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagte, er hielte es für möglich, das Privatpublikum von den Börsengeschäften auszuschließen, und wenn dieses geschähe, so würde das Schiedsgericht ohne Mitwirkung von Richtern fungiren können. Wenn ich ihn recht verstanden habe, wollte er damit andeuten, daß wenn der gegenwärtige Rechtszustand bliebe, und das Privatpublikum sich auch in erheblichem Umfange an diesen Geschäften betheiligt, er eine andere Stellung zu der Frage, ob dasselbe diesen Schiedssprüchen ebenfalls unterworfen werden solle, einnehmen würde. Ich möchte bitten, auch für diesen Eventualfall seine Ansicht zu sagen, ob da nicht ein anderer Ausbau des Schiedsgerichts zweckmäßig wäre.

Sachv. **Munk:** Für den Fall, daß es nicht möglich wäre, das Privatpublikum von gewissen Börsengeschäften auszuschließen, würde ich es allerdings für zweckmäßig erachten, das Börsenschiedsgericht in seiner Zuständigkeit ausschließlich zu beschränken — das habe ich von vornherein schon gesagt — auf Streitigkeiten zwischen Börsenkaufleuten, die regelmäßig

die Börse besuchen, dagegen die Zuständigkeit auszuschließen für Streitigkeiten zwischen Börsenkaufleuten und Nichtbörsenkaufleuten, im Interesse der Unparteilichkeit und Zuverlässigkeit der Börsenschiedsgerichte.

Vorsitzender: Es wäre ja auch denkbar, daß man die Zuständigkeit objektiv beschränkt auf die an der Börse selbst geschlossenen Geschäfte.

Sachv. **Munk:** Auf welche Art eine derartige Beschränkung einzuführen wäre, ist ja eine andere Seite der Erörterung; auf die würde vielleicht bei einer anderen Gelegenheit einzugehen sein.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich wollte mir die Frage erlauben, ob Sie der Ansicht sind, daß, wenn z. B. ein Kommissionshaus mit einem Provinzialbankier handelt, und der Provinzialbankier sagt: ich füge mich den allgemeinen Geschäftsbedingungen des Hauses, wozu auch gehört, daß eventuell das Schiedsgericht eintritt, eine derartige Verabredung dann auch nicht gelten soll, weil nämlich dieser Provinzialbankier nicht Besucher der Börse ist.

Sachv. **Munk:** Es führt das nur auf die Frage zurück, die ich eigentlich prinzipiell erörtern müßte, wenn ich mein Gutachten über das Schiedsgericht abgeben wollte: ob der Provinzialbankier zu den Börsenkaufleuten zu rechnen ist. Das ist bereits eine Frage, die meines Erachtens prinzipiell entschieden werden müßte. Ob der Provinzialbankier gerade die Berliner Börse besuchen kann, würde meines Erachtens nicht entscheidend sein, sondern es kann nur die Frage entscheidend sein, ob er überhaupt berechtigt wäre, eine Börse zu besuchen.

Vorsitzender: Von außerhalb kann er ja dem Makler keinen Auftrag geben, er muß sich also immer erst mit einem hiesigen Kommissionär in Verbindung setzen, und dieser schließt dann mit Hilfe des Maklers oder auch ohne solche an der Börse das Geschäft.

Sachv. **Munk:** Aber es würde dann eben die Frage sein: der Provinzialbankier ist in der Lage heute, an einer Börse Geschäfte abzuschließen, und diese Geschäfte fallen meines Erachtens unter das Gewerbe eines solchen Provinzialbankiers, und insoweit würde es meines Erachtens gar keinem Bedenken unterliegen, diesen Provinzialbankier ganz gleich zu stellen dem regelmäßigen Besucher der Börse.

Vorsitzender: Den würden Sie also dem Schiedsgericht unterwerfen?

Sachv. **Munk:** Ich würde keinen Grund einsehen, weshalb bezüglich dessen eine Ausnahme stattfinden soll. Etwas Anderes ist es bezüglich solcher Kreise, welche eben nicht gewerbsmäßig Börsengeschäfte zu machen haben.

Vorsitzender: Das würde aber immerhin eine Einschränkung der Ansicht sein, daß sich die Kompetenz nur auf Börsenbesucher erstrecken soll.

Sachv. **Munk:** Ja, weil ich diejenigen Vorschläge im Auge habe, die ich zu machen habe.

Vorsitzender: Nun, darauf werden wir ja nachher noch kommen.

Dann können wir wohl zu dem anderen Punkt übergehen. Hinsichtlich der Liquidationskasse haben Sie (zum Sachv. Munk) keine Bemerkung zu machen?

(Sachv. Munk: Nein.)

Nun folgt Frage 10, ob das bisherige Verfahren bei Feststellung der Kurse seinem Zweck genügt.

Herr von Wallenberg, wollen Sie die Güte haben, sich darüber zu äußern.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** In Breslau findet die Kursnotirung folgendermaßen statt: die Makler treten zusammen unter Aufsicht eines Börsenkommissars, die Makler sagen die Kurse an, und der Börsenkommissar bestimmt schließlich den Kurs, und es werden sämmtliche Kurse notirt, die während der Börsenzeit gehandelt worden sind. Diese Notiz ist theils zweckmäßig, theils unzweckmäßig, aber es haben sich Uebelstände dabei in Breslau nicht gezeigt.

Vorsitzender: Sie sagen, es werden sämtliche — — —

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly** (einfallend): sämmtliche Geschäfte notirt, die während der Börse gemacht werden. Also wenn z. B. Pfandbriefe zu dreierlei Kursen gehandelt werden, werden die drei Kurse notirt.

Vorsitzender: Kein einheitlicher Kurs?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Kein einheitlicher Kurs.

Vorsitzender: Ist das nun ebenso bei Termin- wie bei Kassageschäften? Nach unseren Ermittlungen werden Terminpreise für Effekten in Breslau überhaupt nicht notirt.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Wir machen auch Ultimogeschäfte und haben da — ach so. Sie werden nicht amtlich notirt. Aber sie kommen doch immer zur Notiz, und bei Feststellung der Kurse werden diese Terminkurse auch angesagt unter Zuziehung des Börsenkommissars.

Vorsitzender: Der Börsenkommissar entscheidet?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Der entscheidet darüber.

Vorsitzender: Greift er nun thatsächlich auch wirklich ein?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein. — Ist er anderer Ansicht wie die Makler, so läßt er sich die Maklerbücher geben, sieht sich die Handelsgeschäfte an und entscheidet dann je nach dem.

Vorsitzender: Es sind Mängel — — —

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly** (einfallend): bisher nicht vorgekommen.

Vorsitzender: Das Verfahren in Berlin ist von den Berliner Herren auch dahin geschildert worden, daß der Börsenkommissar eigentlich nur dann Veranlassung hat, einzugreifen, wenn irgend eine Beschwerde von interessirter Seite erhoben wird. Sonst beschränkt er sich darauf, entgegenzunehmen, was ihm die Makler bringen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein, das ist doch in Breslau anders. Unsere Börse ist eben kleiner, und das läßt sich besser übersehen.

Vorsitzender: Ich glaube, es ist besser, wir behandeln den Punkt wegen der Kursfeststellung abgesondert. Ich möchte also Herrn Geheimrath von Wilmowski bitten, sich darüber auszusprechen.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ueber die Kursfeststellung kann ich nichts sagen. Ich würde es nur in Verbindung mit der weiteren Frage thun, ob den Maklern die Betheiligung an den Geschäften untersagt werden soll; aber diese Frage soll ja vorbehalten bleiben.

Vorsitzender: In Prozessen wird ja wohl häufig der Einwand gemacht, daß der Kurs nicht richtig sei?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Das kommt wohl vor, aber es ist verhältnißmäßig recht selten. Es sind mir allerdings auch Prozesse bekannt, in denen darüber entschieden ist. Aber daß in der Institution selbst ein Mangel liegt, ist mir nicht

bekannt. Die Differenz hat sich, soweit mir aus Prozessen bekannt ist, viel mehr darauf beschränkt, daß unter Umständen Kurse berechnet worden sind, die ganz minimale Geschäfte betrafen, während gegnerischerseits geltend gemacht wurde, daß solche Geschäfte für einen Kurs überhaupt keinen Werth hätten und nicht in Betracht kommen. Das ist der einzige Vorfall, dessen ich mich in Betreff des Verfahrens bei Feststellung der Kurse zu erinnern wüßte. Es ist unter Umständen auch angenommen worden, daß solche minimalen Geschäfte in der That nicht in Betracht kommen dürften. Die Grenze ist aber recht elastisch.

Vorsitzender: Um das zu vermeiden, besteht z. B. an der New-Yorker Börse die Einrichtung, daß sämmtliche Geschäfte aufgezeichnet werden.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Und nach der Summe und der Zahl der Geschäfte.

Vorsitzender: Damit werden solche Vorkommnisse vermieden, wie sie in dem Polkeschen Prozeß zu Tage getreten sind, daß ein vereinzeltes kleines Geschäft den Kurs bestimmt und dieser Kurs für eine ganze Reihe von Lieferungsgeschäften außerhalb der Börse maßgebend ist.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Es ist mir erinnerlich, daß in einem Falle der Einwand gemacht wurde, es müßte nicht nach der Zahl der Geschäfte, sondern nach der Zahl der gehandelten Summen der Kurs gefunden werden. Aber es wurde keine rechte Basis, kein Anhalt dafür gefunden, und die Folge war in dem Falle, der mir vorschwebt, daß die minimalen Geschäfte ganz ausgeschieden wurden.

Vorsitzender: Es ist das ja allerdings recht schwer für alle Papiere gleichmäßig zu bestimmen, man müßte denn je nach der Bedeutung des einzelnen Papiers wieder eine Grenze festsetzen.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja eben. Ich wage darüber nichts zu sagen. Wie gesagt, es ist das eben die Erfahrung, die ich gemacht habe, daß es sachgemäß wäre, in dieser Beziehung bestimmte Formen festzusetzen.

Vorsitzender: Herr von Guaita, wollen Sie sich darüber äußern.

Sachv. **von Guaita:** In Frankfurt bilden die vereideten Makler eine Korporation, und sie erwählen jährlich aus ihrer Mitte das Wechselmaklersyndikat. Das ist der Name dieses Gremiums. Diese sieben Herren — ich glaube, so viel sind es — erwählen wieder einen Vorsitzenden und einen Stellvertreter, und nun finden sich zur Zeit der Börse selbstverständlich sämmtliche Makler ein; von den Wechselmaklern muß mindestens der Vorsitzende oder der stellvertretende Vorsitzende auch da sein zur Kontrole der Feststellung der Kurse. Um $^1/_4$ nach 12 Uhr läutet die Glocke, und es wird der erste Kurs bestimmt für Spekulationspapiere.

Vorsitzender: Fungiren denn nur Wechselmakler bei Ihnen, auch für Papiere? Der Ausdruck ist wohl nur ein ungenauer?

Sachv. **Baer:** Die Makler, die in Effekten handeln, heißen auch Wechselmakler.

Sachv. **von Guaita:** Der Name Wechselmakler ist nicht recht zutreffend.

Vorsitzender: Es ist wohl eine Uebersetzung von Agent de change?

Sachv. **von Guaita:** Ja, daher könnte es kommen.

Vorsitzender: Hat sich denn nun das Verfahren in Frankfurt bewährt?

Sachv. **von Guaita:** Das hat sich gut bewährt. Um 1¼ Uhr, nachdem das Geschäft geschlossen ist, läutet die Glocke wieder; es findet die Verlesung sämmtlicher Papiere statt, und die Betreffenden, die Geschäfte gemacht haben, haben anzusagen, und der einheitliche Kurs wird dann bestimmt unter dem Vorsitz eines von den sieben Herren und, wie gesagt, es muß der Vorsitzende dieses Wechselmaklersyndikats zugegen sein.

Vorsitzender: Es wird also eine Art Mittelkurs gefunden?

Sachv. **von Guaita:** Es wird ein Mittelkurs gefunden.

Vorsitzender: Für das Kassageschäft?

Sachv. **von Guaita:** Für das Kassageschäft.

Vorsitzender: Für das Termingeschäft ist es anders?

Sachv. **von Guaita:** Für das Termingeschäft ist es anders und auch für Wechsel. Für Wechsel werden mehrere Kurse bestimmt, also z. B.: Paris 80,90 bis 81 bis 81,5, und ist der Durchschnittskurs maßgebend.

Vorsitzender: Darüber war hier Beschwerde erhoben; es hat zu Inkonvenienzen geführt, daß für Wechsel mehrere Kurse im Kursblatt hintereinander stehen. Aehnlich ist es für Termingeschäfte. Da wird der Anfangs- und der Schlußkurs notirt?

Sachv. **von Guaita:** Ja.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Kurs für Kassafondsgeschäfte ist nicht ein einheitlicher, sondern ein Mittelkurs, der sich aus mehreren notirten Kursen bildet.

Sachv. **von Guaita:** Das variirt manchmal, aber im Großen und Ganzen ist es dahin zu präzisiren, daß ein Kurs festgestellt wird.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ein einheitlicher?

Vorsitzender: Im Börsenhandbuch steht: „Der Durchschnitt der sämmtlichen Kurse, in welchen Abschlüsse vorgekommen sind, bildet den Mittelkurs des Effekts an dem betreffenden Börsentage."

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zunächst darauf aufmerksam machen, daß Durchschnittskurs und Mittel- und Einheitskurs, wie er an der Berliner Börse notirt wird, etwas ganz Verschiedenes sind. Nach den Frankfurter Bestimmungen und nach den Mittheilungen, die die Herren Sachverständigen gegeben haben, wird dort einfach der Durchschnittskurs aller gemachten Geschäfte ermittelt und dieser wird notirt, während hier das Verfahren ganz anders ist. Ich will darauf nicht weiter eingehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube, das ist ein Mißverständniß, es ist dort ganz so, wie es hier ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Hier liegt die Sache ganz anders. Hier wird ermittelt, bei welchen Kursen die meisten Geschäfte gemacht werden können, und dieser Kurs wird dann notirt. Es ist dieses also gar nicht der Durchschnitt von den einzelnen Geschäften, sondern es ist ein fiktiver Kurs, nämlich der Kurs, unter den die meisten Geschäfte fallen. Anders liegt die Sache in Frankfurt. Nun möchte ich aber den Herrn Sachverständigen fragen, ob es nicht doch sehr bedenklich ist, die Kursfeststellung allein in die Hände der Makler zu legen. Wir haben hier in Berlin die Aufsichtsinstanz der Börse, beziehungsweise als Organ dieser Aufsichtsinstanz die Börsenkommissare, und es passirt mitunter, daß die Angaben der Makler nicht als absolut zuverlässig und ausschlaggebend erachtet werden und daß sie, nachdem sie sich anderweitig über

die Lage des Geschäfts erkundigt, Kurse notiren, die sich durchaus nicht mit den von den Maklern angegebenen decken. Ich möchte doch glauben, daß das Verfahren in Frankfurt nicht unbedenklich ist, nach welchem lediglich durch die Interessenten die Kursfeststellung kontrolirt wird. Das wäre doch nur dann möglich, wenn man annähme, daß alle Interessen gleichmäßig an der Börse vertreten sind und daß alle Betheiligten diese Notirung thatsächlich kontroliren. Das ist aber durchaus gar nicht der Fall. Für viele Leute, die Geschäfte durch Vermittlung eines Maklers abgeschlossen haben, hat unter Umständen der festgestellte Kurs nicht das mindeste Interesse; diese bekümmern sich also gar nicht um die Notirung, während z. B. ein großes Kommissionshaus, welches große Aufträge zum Kauf oder Verkauf in seinem Portefeuille hat, das erheblichste Interesse daran hat, den Kurs entweder hoch oder niedrig notirt zu erhalten. Mir scheint es, als ob in Frankfurt die Beeinflussung der Kurse doch sehr viel leichter ist, als in Berlin, wo wenigstens ein Börsenkommissar die Aufsicht führt und eventuell eingreift.

Es ist ferner hier wiederholt vorgekommen, daß der Börsenkommissar geradezu die Notiz verweigert, weil er sagt, die Geschäfte, die angegeben sind, sind lediglich zum Zweck der Kursbeeinflussung abgeschlossen, oder weil es sich um so minimale Geschäfte handelt, daß man daraufhin einen Kurs nicht zur Notiz bringen kann, dessen Wirkung nach außen man gar nicht beurtheilen kann, der vielleicht die Grundlage zur Regulirung für Hunderte und Tausende anderer Geschäfte bildet. Also ich möchte doch den Herrn Sachverständigen bitten, diese Erwägungen zu berücksichtigen und sich darüber zu äußern, ob er nicht anerkennt, daß das Frankfurter Verfahren doch ein nicht unbedenkliches ist.

Vorsitzender: Es besteht wohl eine Garantie darin, daß eine Anzahl auserwählter Mitglieder, die die Handelskammer ernennt — also besondere Vertrauenspersonen —, die Kursfeststellung bewirken, und daß über diese auch die Handelskammer die Aufsicht führt.

Sachv. **von Guaita:** Das thut sie. Wir haben eine Aufsicht über die beeidigten Makler, und die wird auch geübt.

Vorsitzender: Wie wird sie geübt? Ist ein Mitglied der Handelskammer bei der Kursfeststellung zugegen?

Sachv. **von Guaita:** Nein, das nicht. Es ist nur der Vorsitzende vom Wechselmaklersyndikat zugegen.

Meines Wissens hat sich nie ein Mißstand ergeben. Meiner Anschauung nach sollte er sich auch nicht ergeben. Erstens handelt es sich um vereidete Makler; aber ganz abgesehen davon, sind deren in Frankfurt 80, die sind an einem Ort versammelt, wo Jeder laut die Geschäfte ansagen muß, die er gemacht hat. Sollten da unrichtige Angaben stattfinden, so kann ich eigentlich annehmen, daß sie leicht sich dem Widerspruch seitens eines anderen Maklers ausgesetzt sehen, so daß sie nicht leicht eine falsche Angabe zu machen geneigt sind, und außerdem möchte ich sagen: sollten wirklich grobe Irrthümer vorkommen, so findet das doch schließlich seinen Ausdruck in dem Börsenkursblatt, das in die Hände der Interessenten kommt, die die Geschäfte gemacht haben, und die würden gewiß sehr erstaunt sein, würden Umfrage halten und würden am Tage darauf die Sache richtig zu stellen suchen. Es kommen ja manchmal auch kleine Irrthümer vor; die werden unten im Kursblatt den Tag darauf richtig gestellt.

Vorsitzender: Sind denn die sämmtlichen Makler gleichzeitig anwesend?

Sachv. **von Guaita:** Sie müssen gleichzeitig anwesend sein.

Vorsitzender: Alle, die an dem Tage Geschäfte gemacht haben?

Sachv. **Baer:** Soweit sie Interesse haben.

Sachv. **von Guaita:** Das ganze Kursblatt wird verlesen von oben herunter, und in vielen Papieren — um das auch noch zu erwähnen — ist gar kein Geschäft gemacht worden, da wird nur die Notiz „P" (Papier) vorgenommen oder gestrichen.

Vorsitzender: Die Makler sind nach den verschiedenen Gattungen in bestimmte Gruppen getheilt?

Sachv. **von Guaita:** Ja, sie haben verschiedene Gattungen. Der Eine handelt namentlich in diesem Papier, der Andere namentlich in jenem. Aber es ist nicht gesagt, daß ausschließlich für ein Papier nur ein Makler bestimmt ist, das wäre doch zu weit gegangen, so daß ich immer sagen kann, es besteht eine gewisse Kontrole, es wird nicht leicht ein Makler eine falsche Angabe machen, er sieht sich zu leicht dem Widerspruch eines Anderen ausgesetzt, und in Frankfurt wüßte ich von Mißständen nichts.

Freiherr **von Huene:** Es ist bereits hier festgestellt, daß der Unterschied zwischen der Art, wie in Frankfurt und wie hier der Kurs gefunden wird, ein ganz durchschlagender ist, daß es dort ein Durchschnittskurs ist. Nun möchte ich fragen: wird der Durchschnittskurs rein rechnerisch gefunden, oder haben die Makler gewisse Befugnisse, unter Abwägung des Umfanges der gemachten Geschäfte den Kurs zu bestimmen. Wenn z. B. ein minimales Geschäft zu hohem Kurse gemacht ist und dem sehr große Geschäfte zu niedrigem Kurs gegenüberstehen, wird nun der Durchschnitt dieser verschiedenen Kurszahlen gezogen, oder hat das Syndikat das Recht zu sagen: hier ist nicht der hohe Kurs aufzunehmen, sondern der hohe Kurs darf nicht berücksichtigt werden, und wenn das nicht so ist, würde es der Herr Sachverständige nicht für richtig finden, daß bei solchen Feststellungen ein Ausscheiden der ganz hohen und der ganz niedrigen Kurse da stattfindet, wo nur ganz geringe Geschäfte gemacht waren?

Sachv. **von Guaita:** Das halte ich insofern für sehr schwierig, weil die Bestimmung des Betrages der Umsätze sehr elastisch und sehr schwierig ist. Es wird ja noch im letzten Moment ein Geschäft zu einem weit höheren Kurse, will ich einmal annehmen, ganz mit Berechtigung gemacht sein, weil in der letzten halben Stunde Depeschen eingelaufen sind, die das Papier weit werthvoller gemacht haben. Daß das zum Ausdruck kommt, hat doch auch seine Berechtigung. Wenn im letzten Moment das Papier eine weitaus andere Stellung bekommen hat, muß das doch auch zum Ausdruck kommen.

Vorsitzender: Es besteht hier die Einrichtung, daß, wenn ein auffallend hoher oder ein sehr niedriger Kurs vorauszusehen ist, eine Tafel angebracht und dies dem Publikum mitgetheilt wird, damit es die Möglichkeit hat, diesen Kurs zu redressiren.

Sachv. **Baer:** Es existiren auch bei uns Tafeln, auf welchen dasjenige notirt wird, was fest gehandelt ist und zwar schon von 12¼ Uhr ab.

Vorsitzender: Die Feststellung des Durchschnittskurses erfolgt aber rein rechnerisch?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich bin nicht überzeugt, daß die Annahme einer differenten Behandlung zwischen Frankfurt und Berlin nicht auf einem Mißverständniß beruht. Auch für Berlin drückt man sich äußerlich so aus: Es wird ein Mittelkurs gefunden, zu welchem die meisten Geschäfte ausgeglichen werden können. Wenn ich mich recht erinnere, war ein Beispiel, das Herr Koppetzky gebraucht hat: Ich setze 1 Million Konsols voraus, es werden Aufträge ertheilt zum Verkauf von 900 000 Mark in neun verschiedenen Fällen zu

105. Es wären in der That auch Kaufaufträge in den betreffenden Fällen zu 105 auf 900 000 Mark vorhanden. Es käme aber dann noch ein Kaufauftrag zu 100 000 Mark. Für diesen fände sich nur ein Angebot zu 106. Alsdann ist der Kurs 106. Ist das in Frankfurt nicht ebenso?

Sachv. **Baer:** Wenn dieser letzte Auftrag „bestens" lautet und nicht auf 105 limitirt ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Gesammtsumme wird als eine Pauschalsumme angesehen. Wenn diese Gesammtsumme nicht zu 105, sondern zu 106 zu beschaffen ist, dann ist 106 der Kurs, und die zehn Herren, die bereit waren, je 100 000 Mark zu 105 zu geben, bekommen in Folge dessen 106.

Sachv. **Baer:** Wenn so viel Käufer da sind, bekommen sie 106.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube also, wir bewegen uns nur in einer gewissen Wortdifferenz.

Freiherr **von Huene:** Diese Frage ist mir doch nicht ganz verständlich. Wenn im letzten Augenblick ein Kurs zu 106 kommt, so kann das doch nicht die Folge haben, daß 106 der allgemeine Kurs wird, denn wenn die Herren sagen: wir berechnen einen Mittelkurs aus den verschiedenen Geschäften, die gemacht sind, so muß also, damit ein Kurs von 106 entsteht, nachdem vorher ein Kurs 105 war, ein Kurs von 107 will ich einmal sagen, da sein, damit der Mittelkurs rechnerisch gefunden werden kann. Ich glaube, das ist die Konsequenz des Verfahrens, das die Herren mitgetheilt haben. Es ist in der That von großem Interesse, daß wir darüber aufgeklärt werden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich glaube, die Herren stehen unter dem Mißverständniß, daß sie Einheitskurs und Mittel- oder Durchschnittskurs verwechseln. Das ist das Wesen der Sache. In Berlin wird nur ein einheitlicher Kurs notirt.

Vorsitzender: Wollen Sie das vielleicht durch ein Beispiel erläutern.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Das Beispiel paßt, das Herr Präsident Wiener angeführt hat. Es wird in Berlin ein einheitlicher Kurs festgesetzt, der mit dem sogenannten Durchschnittskurs gar nichts zu thun hat, ein einheitlicher Kurs, der auf die bekannte Weise, die früher hier auseinandergesetzt ist, gemacht wird, während in Frankfurt am Main meistens ein einheitlicher Kurs nicht notirt wird, sondern es werden dort auch bei Kassageschäften meist zwei oder drei Kurse notirt, und der Durchschnittskurs berechnet sich arithmetisch aus den notirten Kursen. Derselbe braucht in Frankfurt nicht notirt zu werden, sondern man rechnet sich ihn einfach aus. Wenn zum Durchschnittskurse gehandelt worden ist, so ist gehandelt worden zu dem Kurse, der sich als arithmetisches Mittel aus den notirten Kursen ergiebt. Ich wiederhole aber, dieser Durchschnittskurs braucht in Frankfurt nicht notirt zu werden. In Frankfurt am Main sehe ich auf einem mir gerade vorliegenden Kurszettel vom 5. Mai z. B. den Kurs von 6% California Pacific 107,50 B. 107,40 G. notirt.

Vorsitzender: Wir wollen einmal inländische Papiere voraussetzen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Also inländische Papiere: preußische 3 prozentige Konsols 85,70 B., 85,60 G., die $3^1/_2$ prozentigen 89,90 B., 89,80 G. Es sind also hier wiederum zwei Kurse notirt. Wenn wir bei den 3 prozentigen Konsols bleiben, 85,70 B., 85,60 G., so würde also 85,65 der Durchschnittskurs sein, ohne daß derselbe notirt ist, während bei uns eben nur eine einheitliche Notiz stattfindet.

Freiherr **von Huene:** Ich verstehe die Herren jetzt so: für die Kursnotirungen werden die Geschäfte, die wirklich durch die Makler gemacht sind, mitgetheilt. Die Geschäfte bleiben zu den Kursen gemacht, zu denen sie der Makler abgeschlossen hat. Die Fixirung des Durchschnittskurses hat keinen Einfluß auf die bereits gemachten Geschäfte; das erklärt die verschiedenen Notirungen. Außerdem aber wird ein Durchschnittskurs gemacht, der rein rechnerisch gefunden wird, und der für diejenigen Geschäfte gilt, die zum Durchschnittskurse angemeldet sind. Die Folge würde sein, daß dem Auftraggeber von außen der Kommissionär nur diesen Kurs anrechnen kann.

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Ist das richtig?

Freiherr **von Huene** (fortfahrend): In Berlin ist die Sache so — ich bitte zu kontroliren, wenn ich es nicht richtig sage — es ist ein Geschäft angemeldet zu 105, es werden nachher Geschäfte zu 106 oder 107 gemacht. Dann hätte der Eine, der schließlich die 107 festgestellt, auch rückwirkende Kraft auf die zu 105 gemachten Geschäfte.

(Senatspräsident Dr. Wiener: Nein, es wird vorher kein Geschäft gemacht.)

Richtig, gemachtes Geschäft ist ein falscher Ausdruck, ich meine notirt; es ist die Notiz des Maklers, zu der ein Geschäft angemeldet wird,

(Zuruf: limitirt!)

limitirt war. Also der Makler hat notirt: ich bin bereit, zu 105 zu verkaufen. Das ist doch das, was vorliegt. Nun wird nachher der Einheitskurs zu 106 gefunden, dann ist dieses Limit 105 nicht maßgebend, sondern der Betreffende bekommt 106, während in Frankfurt vorher die Geschäfte wirklich abgeschlossen waren.

(Sachv. Baer: Nein, nein!)

Hier steht thatsächlich drin:

> „Alle beeidigten Makler sind auf Verlangen des Syndikats verpflichtet, diesem von den Kursen, zu welchen sie an der Börse ihre Schlüsse in Wechseln, Staatspapieren, Aktien und anderen Valuten gemacht haben, wahrheitsgetreue Kunde zu geben".

Hier sind gemachte Schlüsse; das ist in Berlin nicht der Fall.

Sachv. **Baer:** Das ist für Geschäfte, die vorher fest abgeschlossen sind. Aber das bezieht sich doch ausschließlich auf Spekulationspapiere respektive auf Ultimogeschäfte, während in der Regel, mit seltenen Ausnahmen, die Kassageschäfte alle auf die sogenannte Notiz abgeschlossen werden. Wird das Limit durch gegenüberstehende Kauflimiten erreicht, so würde das Geschäft zum Abschluß gelangen. Sind andere, billigere Offerten da, so wird der Kurs niedriger, der höher limitirte wird nicht reüssiren, sondern der Andere, der billiger ist, wird verkaufen, und so wird der Kurs festgesetzt je nach Angebot und Nachfrage, bis sich das ausgleicht.

Freiherr **von Huene:** Also die Sache ist so. Es können Geschäfte gemacht werden, die fest abgeschlossen sind, wie gesagt, meist Ultimogeschäfte. Es können aber auch Geschäfte gemacht werden zu dem Kurs, der schließlich gefunden wird.

Sachv. **Baer:** Ja, es wird sehr viel in Frankfurt zum Durchschnittskurs abgeschlossen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der aber nicht notirt wird; das ergiebt sich hier aus fast allen Fällen.

Sachv. **Baer:** Wir haben auch einige — —

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy** (einfallend): Ja, es ist aber eine große Masse von diesen Kassapapieren,

wo zwei Kurse notirt sind, wo jedoch der Durchschnittskurs nicht notirt wird, z. B. auch hier: Farbwerke 270 P., 269,90 G.

Sachv. **Baer:** Hier ist ein Durchschnittskurs.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Bei uns wird für Kassapapiere durchweg nur ein Kurs notirt, während in Frankfurt auch für diese Papiere sehr oft zwei Kurse notirt werden und der Durchschnittskurs nicht notirt wird, sondern der Durchschnittskurs sich, wie gesagt, nur berechnet. Also wenn Sie (zum Sachverständigen) sagen: es werden Bergwerksprioritäten zum Durchschnittskurs gehandelt, dann ist dieser Durchschnittskurs derjenige, der sich ergiebt aus den wirklich hier notirten Kursen 102 und 101,80. Das heißt also 101,90, und dieser Durchschnittskurs, zu dem gehandelt ist, wird nicht notirt.

Vorsitzender: Das kommt hier in Berlin nicht vor?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Das kommt in Berlin nicht vor, denn hier wird ausnahmslos bei Kassapapieren nur ein einheitlicher Kurs notirt.

Vorsitzender: Daß „Brief" und „Geld" notirt wird, hat ja eine andere Bedeutung; das bedeutet, daß am Schluß noch angeboten oder gefragt wird, ohne daß sich Nehmer bezw. Abgeber finden.

Sachv. **Baer:** Daß Reste übrig bleiben.

Vorsitzender: Herr Präsident Wiener, würden Sie nun doch zugeben, daß eine Verschiedenheit zwischen Frankfurt und Berlin besteht?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube nur, das Materielle, das bei der Sache für mich entscheidend ist, ist doch auch da dasselbe. Diese Geschäfte an sich sind nicht bindend, und es kommt dann ein Kurs, bei dem möglicherweise eine ganze Reihe von Geschäften ausfallen oder möglicherweise ein Kurs, durch welchen Jemand mehr bekommt, als der Betrag war, zu dem er abgeben wollte. Ich kann in diesem Augenblick nicht einsehen, daß da materiell irgend ein erheblicher Unterschied vorhanden ist. Wenn es darauf ankäme, würden wir ja in der Lage sein, das noch weiter festzustellen.

Mich interessirt noch eine andere Frage, nämlich die: also es wird auch in Frankfurt der Handel in Papieren bestimmten dieser Makler zugewiesen, nicht wahr? Sind dies nun die einzigen, bezüglich deren Aufträge, Angebot und Nachfrage berücksichtigt werden, oder ist es möglich, daß auch andere Makler, wie diese, denen die Papiere zugewiesen sind, Vermittlungsaufträge bekommen, und daß sie berechtigt sind, diese Aufträge ebenfalls zur Kursnotiz zu bringen?

Sachv. **Baer:** Gewiß, jeder Makler ist darin unbeschränkt, in allen Papieren des Kurszettels zu handeln, auch wenn einzelne dieser Papiere gewissen Maklern als Domäne oder Skontro, wie es heißt, zugewiesen werden. Jeder hat Anspruch auf seinen Kurs und hat ganz das gleiche Recht wie jeder andere Makler.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Und dieser Kurs muß mit zur Notiz zugezogen werden?

Sachv. **Baer:** Er muß sich mit dem Anderen darin einigen und hat ganz die gleichen Rechte.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es giebt also in dieser Beziehung kein exklusives Recht bestimmter Makler für bestimmte Papiere.

(Sachv. Baer: Nein!)

Kommt das nun sehr häufig vor, daß doch das Vertrauen einer Vermittlungskundschaft sich an andere Makler wendet, als an diejenigen, denen die Papiere zugewiesen sind?

(Sachv. Baer: Gewiß!)

Ich weiß nämlich nicht, wie das in Berlin ist. Ist das hier auch so?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** In Berlin handeln bestimmte Makler auch nur bestimmte Papiere.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Also auch nur die Aufträge an diese kommen bei dieser Feststellung des Einheitskurses in Betracht?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Natürlich. Diese Makler stellen den Kurs fest resp. sagen ihren Kurs an, und der Börsenkommissar stellt ihn fest.

Vorsitzender: Die anderen vereideten Makler nehmen gar keine Aufträge entgegen?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Die nehmen gar keine Aufträge in diesen Papieren entgegen.

Vorsitzender: Das Börsenhandbuch enthält darüber Folgendes:

> „Die von Privaten direkt abgeschlossenen oder von Unbefugten vermittelten Geschäfte kommen nicht in Betracht."

Unbefugt sind aber die nicht vereideten Makler. Zwischen den vereideten Maklern wird kein Unterschied gemacht?

Sachv. **Baer:** Die vereideten Makler sind ganz gleichgestellt. Die unvereideten haben überhaupt keinen Anspruch, gehört zu werden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Glauben Sie nicht, daß dieses System eine gewisse größere Garantie giebt, wonach also die Makler, denen bestimmte Papiere zugewiesen sind, doch auch andererseits von den anderen vereidigten Maklern, die eine Kundschaft haben und Aufträge bekommen, in diesem Sinne kontrolirt werden können, so daß nicht diese, denen die Papiere zugewiesen sind, und die also in besondere Beziehungen mit den Emittenten treten, allein den Kurs bestimmen? Halten Sie dies System für vortheilhafter?

Sachv. **Baer:** Ich würde unser Verfahren darin vorziehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sollte da nicht eine gewisse Ausgleichung eintreten? Von hier aus wird nämlich gesagt, wenn man die Zahl der Makler vermehren wollte, so würde eine ganze Reihe von vereideten Maklern erwerbslos sein, weil in bestimmten Papieren wenig Geschäfte gemacht werden, weil auch andererseits während einer bestimmten Konjunktur ein Makler, der die Papiere hat, ungeheuer viel zu thun hat und dann wieder während einer anderen Konjunktur gar nichts zu thun hat. Glauben Sie nun, daß in dieser Berechtigung der gesammten vereideten Makler für jedes Papier eine gewisse Ausgleichung sich findet?

Sachv. **Baer:** Ich möchte das entschieden glauben und möchte die Frage daran knüpfen: darf hier der vereidete Makler, der gewisse Papiere zu handeln hat, sonst keine Umsätze machen, hat der nur in diesen Papieren zu handeln?

(Kommerzienrath Mendelssohn-Bartholdy: Ja!)

Das ist bei uns nicht so. Bei uns hat jeder vereidete Makler, wenn er gewisse Papiere zum Ausgleich hat und die Aufträge sich ziemlich bei ihm konzentriren, doch das Recht, in allen anderen Papieren zu handeln und bekommt seine Courtage dafür, ist also nicht darauf angewiesen, wenn einmal in einer Epoche in gewissen Papieren wenig Umsätze stattfinden, am Hungertuch zu nagen, was der Fall sein würde, wenn er auf diese Papiere angewiesen wäre.

Vorsitzender: Ich möchte fragen, wie alt die Gruppenbildung unter den Maklern in Berlin sein mag.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich denke, man ist jedenfalls zu der Gruppenbildung geschritten, weil die Geschäfte einen solchen Umfang angenommen haben, daß es nicht möglich war, eine größere Zahl von Makleen immer bei der Kursfestsetzung zu vernehmen. Man hat sich also auf gewisse Personen beschränken müssen, und es ist auch bei drei oder vier manchmal schon schwer, zur rechten Zeit ihre Anfagen zu bekommen. Wenn nun aber 60, 70, 80 Leute für jedes Effekt vernommen werden müßten, so würde das zu Unzuträglichkeiten führen, die sich gar nicht bewältigen lassen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es brauchten ja nicht Alle vernommen zu werden, es würde ja möglich sein, daß jeder Makler Aufträge bekommt, die er annimmt und nun an die Gruppe herantritt und sagt: ich verlange, daß dies bei der Notiz berücksichtigt wird. Das scheint bisher hier nicht möglich zu sein.

(Kommerzienrath Mendelssohn-Bartholdy: Nein!)

Ja, dann kommt mir doch das Frankfurter System besser vor.

Vorsitzender: Wir haben 30 Maklergruppen in Berlin.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ja, daraus sieht man schon, wohin man käme, wenn diese Gruppen nicht beständen, sondern jeder Makler das Recht hätte, sich bei der Kursfeststellung eines jeden Papiers zu betheiligen.

Vorsitzender (zum Sachverständigen Baer): Wie viel Makler haben Sie?

Sachv. **Baer:** Wir haben ungefähr 80 vereidete Makler, und das Berliner Geschäft läßt sich mit dem Frankfurter gar nicht vergleichen. Das ist ja leider bedeutend größer. Aber ich möchte doch die Bemerkung wiederholen, die vorher Herr von Guaita gemacht hat, weil ich Werth darauf lege. Ich glaube, daß doch gerade darin, daß diese 80 Makler oder ein Theil davon, sobald sie Interesse an einem Papier haben, an der Notiz mitwirken können, eine gesunde Regulirung für den Kurs liegt. Das möchte ich doch aussprechen. Wie gesagt, das Geschäft ist ja hier viel größer, als in Frankfurt am Main. Es sind aber doch 80 Leute in Frankfurt, und es muß eben gehen. Die Leute kommen um 1 Uhr 20 Minuten zusammen und müssen um $2^3/_4$ fertig sein, weil der Kurszettel gedruckt wird. Wenn sie nicht fertig sind, bekommen sie Vorwürfe von der Druckerei. Sie müssen fertig sein und werden fertig.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ein Blick auf den Frankfurter Kurszettel lehrt ja, wie außerordentlich viel geringer die Zahl der Papiere ist, die dort notirt werden, als hier. Zweitens glaube ich, daß die Makler in diesem Falle nicht nur das Geschäft des Maklers erfüllen, sondern gleichzeitig die Rolle des Interessenten, welcher hier bei der Notiz mitspricht; also anstatt, daß, wie hier, die interessirten Häuser direkt zu letzterer kommen, kommt dort zu dem Makler ein anderer Makler, aber die Rolle, welche dieser andere Makler bei der Notiz spielt, ist eigentlich keine wesentlich verschiedene von derjenigen des Hauses, welches hier die Ordres giebt. Wenigstens kann ich keinen großen Unterschied darin sehen.

Sachv. **Baer:** Ja, Herr Kommerzienrath Mendelssohn hat darin Recht, daß, wenn hier verschiedene Bankhäuser Ordres auf ein gewisses Papier bekommen und sie alle zu dem vereideten Makler hingehen und es ihm mittheilen, er ja leichter konstatiren kann: ich kann das ausführen oder nicht. In Frankfurt ist es der Makler, der an dessen Stelle tritt, das ist ja ganz klar. Immerhin aber weiß ich nicht, ob nicht eine gewisse Nüance doch darin liegt, daß dieses, ich möchte sagen, ganz freie System gewisse Vortheile bietet.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Der Herr Sachverständige sagt, daß die sämmtlichen vereideten Makler bei der

Kursfeststellung mitwirken. Aber nach dem Frankfurter Börsenhandbuch scheint es mir, als ob nur das Börsensyndikat bei der Börsenfeststellung mitwirkt

(Widerspruch),

sodaß also nicht alle vereideten Makler in jedem einzelnen Falle dabei zugegen sind.

Sachv. **Baer:** Alle vereideten Makler, die ein Interesse an einem Papier haben, werden ganz gewiß nicht bei der Notirung fehlen, weil sie ja sonst von ihrem Haus verantwortlich gemacht werden, und sie sind Alle berechtigt und verpflichtet, dem Vorsitzenden das anzugeben, was sie zu thun haben oder was sie gethan haben, darauf wird der Kurs vom Vorsitzenden, nachdem die divergirenden Ansichten ausgeglichen sind, festgestellt. Die Makler müssen nicht mitwirken, soweit sie kein Interesse an dem Papier haben. Kommt also meinetwegen ein solches Papier, an dem sie kein Interesse haben, um 1/2 2 heran, so gehen sie wieder heraus und machen von Neuem Geschäfte. Sie müssen nicht zugegen sein, sie werden sich aber ganz gewiß hüten, wenn sie daran interessirt, das zu versäumen, weil das Haus sie unbedingt verantwortlich machen würde. Das Syndikat ist etwas Anderes, als die hiesige Einrichtung.

Vorsitzender: Das Syndikat nimmt die Stelle des Börsenkommissariats ein.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Jawohl, aber es ist doch etwas Anderes. Die vereideten Makler, sofern sie nicht Mitglieder des Syndikats sind, haben sich überhaupt gar nicht bei den Berathungen des Syndikats zu betheiligen, Sie dürfen da nicht anwesend sein, wenn es ihnen nicht ausdrücklich erlaubt ist.

Sachv. **Baer:** Doch nicht! Sie geben ihren Kurs an; das ist ein Zimmer, in dem das Syndikat mit den vereideten Maklern zusammensitzt.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Während das Syndikat zur Berathung versammelt ist, darf ohne dessen Erlaubniß Niemand in den Verhandlungsort eintreten.

Sachv. **von Guaita:** Darf ich noch einmal kurz den Hergang schildern? Die vereidigten Makler bilden eine Korporation. Es sind 80 und aus ihrer Mitte heraus wählen sie jährlich sieben Herren. Die bilden nachher das Wechselmaklersyndikat und spielen die Rolle, die hier in Berlin — wie heißen sie?

(Vorsitzender: Börsenkommissare.)

— richtig, die Börsenkommissare spielen. Die Geschäfte, die also an der Börse gemacht werden, werden von diesen 80 Maklern von 1/4 nach 1 Uhr in einem Saale sämmtlich wiedergegeben in Gegenwart dieses Wechselmaklersyndikats resp. des Vorsitzenden, der unter allen Umständen da sein soll. Während dieser Zeit, wo die Herren in diesem Saale sitzen, darf Niemand den Saal betreten, kein outsider soll hineinkommen, um noch einen Einfluß auf die Angaben der Makler ausüben zu können.

Sachv. **Baer:** Der vereidete Makler darf hinein, nur nicht der unvereidete Makler.

Sachv. **von Guaita:** Die sollen anwesend sein bei Angabe der Kurse; sie müssen nicht unbedingt anwesend sein. Wenn ein Makler also gar kein Geschäft gemacht hat, dann wird er vielleicht nicht hineingehen, es sei denn, daß er ein besonderes Interesse hat zu wissen, wie es steht. Wenn sie das aber nicht wollen, können sie weggehen, und wenn ihr Effekt vorüber ist, können sie nach Hause gehen, und dann ist ihre Sache vollendet. Die Makler, die keine Geschäfte machten,

so daß sie keine Kurse anzugeben haben, kommen überhaupt nicht zur Notiz, aber es ist anzunehmen, daß diejenigen, die die Geschäfte machen, auch wirklich in dem Saale vorhanden sind, wo die Kurse angegeben werden.

Vorsitzender: Die Mitglieder des Syndikats machen doch auch Geschäfte?

Sachv. **von Guaita:** Ich habe ja eben gesagt, es sind 80 Makler, die aus ihrer Mitte dieses Wechselmaklersyndikat wählen, dessen Mitglieder als Makler doch auch ihre Maklergeschäfte betreiben.

Vorsitzender: Bei Feststellung der Kurse werden auch die von diesen gemachten Kurse berücksichtigt?

Sachv. **von Guaita:** Sicher.

Vorsitzender: Die Handelskammer schickt keinen Kommissar?

Sachv. **von Guaita:** Nein, nur wenn sie hörte, daß Unregelmäßigkeiten vorkommen, würde sie einschreiten.

Vorsitzender: Das Verfahren haben Sie bis jetzt bewährt gefunden?

Sachv. **von Guaita:** Ganz bewährt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte noch in Bezug auf die Ausführungen des Herrn Kommerzienraths Mendelssohn eine Bemerkung machen. Ich scheide zwei Abschnitte. In Frankfurt kann also ein Auftrag in einem Papier zur Vermittlung jedem vereideten Makler, auch einem, der nicht für dieses Papier bestellt ist, gegeben werden, und seine Erklärungen an den Makler, der in diesem Papier handelt, müssen bei der Ausschreibung der Kurse berücksichtigt werden. Das trifft vielleicht die Bemerkung des Herrn Kommerzienraths Mendelssohn, welcher meinte, ja das würde wohl hier auch der Fall sein müssen, es würde auch die Notiz, die der andere Makler diesem Makler aufgiebt, berücksichtigt werden müssen; es wäre eben gerade so, als wären hier für den einzelnen Auftrag zwei Makler betheiligt.

Nun kommt aber das Zweite. Wenn ich die Herren richtig auffasse, so hat jeder vereidigte Makler, der also einen solchen Auftrag hat, obwohl er nicht der Makler in diesem Papier ist, die Berechtigung, wenn er will, auch bei der nachher stattfindenden Feststellung des Kurses zugezogen zu werden.

(Sachv. Baer: Gewiß!)

(Sachv. von Guaita: Gewiß!)

Das ist bei uns nicht so.

Sachv. **Baer:** Der vereidigte Makler, der in einem Papier zu handeln hat, welches ihm nicht zu gewiesen ist, kann sogar ohne Rücksicht auf den Makler den Abschluß und die Notirung vollziehen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Aus welchen Gründen haben Sie nun eigentlich einigen Maklern bestimmte Papiere zugewiesen, wenn doch alle Makler in allen Papieren handeln dürfen?

Sachv. **Baer:** Es waren theilweise persönliche Rücksichten maßgebend. Es waren einzelne Makler, die wenig zu thun hatten, die man damit etwas bedenken wollte. Es kommt ferner bei neuen Emissionen vor, daß das Emissionshaus einen seiner eigenen Makler nahm und dem das zuwies, und so hat sich das herausgebildet. Es haben einzelne Makler sich so nach und nach das langsam selbst angeeignet, indem sie ziemliche Umsätze gemacht haben, indem sie zum Bankier gegangen sind und gesagt haben: ich interessire mich speziell für dies und dies Papier, wollen Sie mir nicht die Ordres

darin geben. Früher gab es diese Zuweisung von einzelnen Effekten an einzelne Makler überhaupt nicht.

Vorsitzender: Das hat ja sicherlich Vortheile, abgesehen von gewissen Gefahren. Der Makler, dem ein Papier zugewiesen ist, kennt genau die Verhältnisse des Papiers, ist aber auch eher bereit, selbst zu übernehmen. Das kommt ja bei Ihnen auch vor und ist auch zulässig?

Sachv. **Baer:** Das darf er nicht.

Vorsitzender: Der Makler kann ja nach Frankfurter Recht sich für die Erfüllung der Geschäfte verbindlich machen oder Bürgschaft leisten.

Sachv. **Baer:** Es ist ihm untersagt, irgend welche Geschäfte für eigene Rechnung zu machen.

Vorsitzender: Ja, Geschäfte darf er nicht machen, er kann aber eintreten.

Sachv. **Baer:** Als Selbstkontrahent, gewiß.

Vorsitzender: Ja, das ist aber eine Abweichung von dem Rechtszustand in Berlin.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Meine Frage ging dahin: ich wollte gern hören, nachdem, wie Sie selbst sagen, es eine neuerliche Einrichtung ist, daß gewissen Maklern bestimmte Papiere gegeben werden, trotzdem alle Makler doch noch Geschäfte darin übernehmen können, ob nicht seit der Zeit schon der Gebrauch sehr abgekommen ist, daß man sich überhaupt anderer Makler bedient, als gerade der Makler, welchen diese Geschäfte speziell zugewiesen wurden, so daß die Frankfurter Herren doch mehr auf das hiesige Prinzip gekommen sind, eine Arbeitstheilung vorzunehmen. In diesem Interesse ist es offenbar so gemacht, daß gewissen Maklern gewisse Papiere zugetheilt werden, und ich meine, daß sich nun, nachdem dies geschehen ist, wahrscheinlich doch bei Weitem das größte Geschäft auch in den Händen dieser Makler konzentriren wird, so daß das Uebrige, was durch die anderen Makler gemacht wird, doch verhältnißmäßig unbedeutend sein muß. Sonst würde es ja nicht recht verständlich sein, weshalb man sich überhaupt die Mühe giebt, gewissen Maklern gewisse Papiere besonders zuzuweisen.

Sachv. **Baer:** Ich habe — um gleich mit dem Ende anzufangen — mir vorher erlaubt, zu erwähnen, daß diese Zutheilung einzelner Papiere, die sich theilweise zufällig, theilweise aus persönlichen Rücksichten eingebürgert hat, bei uns durchaus nicht so obligatorisch ist, wie hier. Hier heißt es nämlich, soviel ich weiß: bei einer Emission wird der und der Gruppe das und das Papier zugetheilt. Das ist bei uns gar nicht fest bestimmt. Es mag wohl richtig sein, daß durch diese Einrichtung der Uebergabe einzelner Effekten an bestimmte Makler, sich in deren Hand ein großer oder wenigstens ein ansehnlicher Theil des Geschäfts konzentrirt, in dem die anderen Makler die Ordres an diese betreffenden Makler weiter geben. Aber es giebt sehr viele Bankhäuser, die darauf gar keine Rücksicht nehmen, die ihren Maklern diese Ordres geben, und die direkt mit diesen Maklern verkehren und vielleicht theilweise gar nicht wissen, daß ein Makler das Skontro hat, sondern die ihren Weg gehen und ihren vereideten Maklern ihre Ordres zuweisen, ohne zu überlegen, wer das Papier zu skontriren hat.

Vorsitzender: Es besteht also kein exklusives Recht bestimmter Makler, wie hier

(Sachv. Baer: Ja!)

und hat sich auch thatsächlich nicht entwickelt?

Sachv. **Baer:** Nein. Hier in Berlin ist es Bedürfniß gewesen durch die Größe des Geschäfts, wie Herr Kommerzien-

rath Mendelssohn sagt; bei uns ist es in diesem Sinne kein Bedürfniß gewesen.

Vorsitzender: Dann wollen wir Herrn Landgerichtsrath Munk hören.

Sachv. **Munk:** Zunächst kommt es darauf an, daß die Makler, beziehungsweise die Personen, die bei der Kursfeststellung mitwirken, genügende Zuverlässigkeit besitzen und sodann, daß ihnen ein vollständiges Material vorgelegt werde. Ein Mißstand in dem jetzigen Verhältniß ist zunächst, daß bei dem heutigen Verfahren alle diejenigen Geschäfte, die durch Selbsteintritt des Kommissionärs geschlossen werden, bei der Feststellung der Kurse durchaus nicht berücksichtigt werden können. Das hat zur Folge, daß bei allen Kassengeschäften das einzelne Bankhaus, welches Aufträge von verschiedenen Kommittenten erhält, in der Lage ist, negativ eine Einwirkung auf den Kurs zu üben, indem es diejenigen Geschäfte, die es macht, von der Berücksichtigung bei der Feststellung der Kurse ausschließt. Das kann dann zur Folge haben, daß, während das einzelne Bankhaus eine ganze Menge von Geschäften macht, doch an der Börse selbst der scheinbare Bedarf oder das scheinbare Angebot ganz geringfügig sein kann, also demzufolge ein ganz anderer Kurs festgestellt wird, als der Fall sein würde, wenn die Summe aller Geschäfte, die durch Selbsteintritt der Bankiers erledigt werden, an die Börse käme. Das ist meines Erachtens ein Mangel, welcher bei einer späteren Frage zu erörtern sein wird.

Vorsitzender: Das berührt aber keinen Mangel der jetzigen Kursfeststellung.

Sachv. **Munk:** Das jetzige Verfahren nicht, es hängt nur damit zusammen. Hier ist ja die Frage, wie weit das Verfahren in zuverläßiger Weise erfolgt. Nun, da kann ich nur auf die Vorschriften der Berliner Börsenordnung Rücksicht nehmen. Die setzen ein zweifaches Verfahren voraus: eine amtliche Feststellung der Kurse und eine nicht amtliche, und nach meiner Kenntniß ist die Unterscheidung zwischen denjenigen Gegenständen, bei welchen eine amtliche Feststellung erfolgt, und denen, bei welchen eine nicht amtliche Feststellung erfolgt, ganz willkürlich. Nach den Erkundigungen, die ich eingezogen habe, bestehen bestimmte feste Grundsätze durchaus nicht, weshalb bei diesen Gegenständen eine amtliche Feststellung erfolgt, und bei anderen eine nicht amtliche Feststellung. Bei der amtlichen Feststellung findet nach der Börsenordnung eine Mitwirkung des Börsenkommissars statt, der dabei die vereideten Makler zu hören und nöthigenfalls auch Einsicht von ihren Büchern zu nehmen hat. Meiner Ansicht nach ist dieses Verfahren unzuverlässig, denn die vereideten Börsenmakler haben nach dem Handelsgesetz zwar Pflichten, aber kein alleiniges Recht zum Abschluß von Geschäften. Die Folge ist, daß nicht bloß vereidete, sondern auch die nicht vereidelen Makler Börsengeschäfte machen.

Vorsitzender: Es ist uns von den Berliner Herren gesagt, daß auch diese Geschäfte mit berücksichtigt werden.

Sachv. **Munk:** Ganz gewiß, aber es würde sich fragen, welche Vorkehrungen getroffen sind, damit sie in zuverlässiger Weise berücksichtigt werden. Die vereideten Makler können ja von den Geschäften, die nicht durch sie gemacht werden, eigene Kenntniß nicht haben. Sie sind auf die Mittheilungen der nicht vereideten Börsenmakler angewiesen.

Nun wäre nach dieser Richtung hin erforderlich, daß da eine gewisse Gewähr gegeben ist, daß die auch wahrheitsgemäße Angaben machen. Nach dieser Richtung bestehen irgend welche Vorschriften gar nicht. Die nicht vereideten Börsenmakler haben gar keine Pflicht und stehen unter gar keiner Aufsicht. Sie können sich also an Scheingeschäften betheiligen, sie können sich an Geschäften betheiligen, wodurch Einwirkungen

auf den Börsenkurs hervorgerufen werden. Die nicht vereideten Börsenmakler sind in der Lage, eigene Geschäfte zu machen, weil für sie die Vorschriften des Handelsgesetzbuchs nicht gelten, und das machen sie ja bekanntlich sehr vielfach, mit Aufgabe und ohne Aufgabe, und zwar theils auf ihren Namen, theils auf den Namen der Maklerbank, die hinter ihnen steht. Daraus folgt, daß an einem großen Theil der Geschäfte die nicht vereideten Börsenmakler, respektive die Maklerbanken interessirt sind. Deshalb besteht meines Erachtens gar keine Gewähr, daß diejenigen Angaben, die die nicht vereideten Makler hinsichtlich ihrer Geschäfte machen, irgendwie auf Zuverlässigkeit Anspruch haben, und nun würde weiter zu fragen sein, ob auch bezüglich der vereideten Makler eine solche Gewähr besteht. Meines Erachtens ist auch diese Frage zu verneinen; denn wenn auch das Handelsgesetzbuch die Vorschrift enthält, daß vereidete Börsenmakler Geschäfte für eigene Rechnung nicht machen sollen, so ist es doch notorisch, daß diese Vorschrift nicht befolgt wird. Der Makler macht vielmehr Geschäfte auf eigene Rechnung, und ich habe nach dieser Richtung hin sogar auffällige Erfahrungen gemacht in einem Prozeß, aus dem hervorging, daß ein vereideter Makler eine förmliche Maklerbank eingerichtet hatte, indem er mit anderen Personen eine Verbindung einging in der Form, in der Maklerbanken mit Privatmaklern kontrahiren. Wie ich erfahre, werden aber auch ganz offenkundig von vereideten Maklern eigene Geschäfte gemacht, und die Börsenordnung sieht das geradezu vor. Deshalb muß man annehmen, daß diese Geschäfte vielfach gemacht werden. Nach meinem Dafürhalten muß gefordert werden, daß diejenigen Organe, welche bei Feststellung der Kurse mitwirken, zuverlässig sind.

Bezüglich der Fälle also, wo eine amtliche Feststellung der Kurse erfolgt, handelt der Börsenkommissar unter wesentlicher Mitwirkung der vereideten Makler, und hierbei mangelt es meines Erachtens an jeder Zuverlässigkeit, daß dieses Verfahren den richtigen Kurs ergiebt. Bezüglich der nicht amtlichen Kursfeststellung schreibt die Börsenordnung dagegen nichts weiter vor, als daß die Makler ihre Kursansage dem Börsenkommissar machen. Der ist also nichts weiter als eine Mittelsperson, die diese Ansage zu empfangen und sie einzutragen hat, und nun besteht nach dieser Richtung bezüglich des nichtamtlichen Kurszettels gar keine Gewähr dafür, daß die vereideten Makler irgend welche zuverlässigen Angaben machen. Meines Erachtens muß man aber doch von einer genügenden Kursfeststellung fordern, daß dabei möglichst alle Geschäfte berücksichtigt werden, die an der Börse gemacht sind, und zweitens, daß die Organe, die damit befaßt werden, auch diejenige Zuverlässigkeit, diejenige Sachkenntniß und Unparteilichkeit besitzen, die erforderlich ist.

Das ist das, was ich zu sagen hätte.

Vorsitzender: Möchten Sie irgend einen Vorschlag machen, wie das zu bessern sein möchte?

Sachs. **Munk:** Der Vorschlag, den ich zu machen habe, geht dahin, daß die Kursfeststellung in allen Fällen amtlich durch einen Börsenkommissar erfolgen soll, und daß zweitens die Vermittlung der Börsengeschäfte schlechthin durch Börsenmakler erfolgen soll, die — nach dieser Richtung enthalte ich mich zunächst eines Vorschlags — entweder ernannt werden oder durch Konzession u. s. w. zugelassen sind und zwar unter Beseitigung des Unterschieds zwischen vereideten und nicht vereideten Maklern. Es würde aber meines Erachtens nöthig sein, daß allen Maklern die Verpflichtung auferlegt wird, welche Artikel 69 des Handelsgesetzbuchs den vereideten Maklern auferlegt, wonach alle Makler außer Stand gesetzt werden, Geschäfte auf eigene Rechnung zu machen, und daß alle Börsenmakler die Verpflichtung haben, bei der Kursfeststellung mitzuwirken.

Für den Fall, daß sich nach den Erfahrungen der Börse ergeben sollte, daß die Geschäfte mit Aufgabe nicht zu vermeiden

sind — nach dieser Richtung enthalte ich mich eines Urtheils, weil ich nicht sachkundig bin —, so müßte der Artikel 69 des Handelsgesetzbuchs geändert und den Maklern insoweit die Befugniß ertheilt werden, Geschäfte auf eigene Rechnung zu machen. Dann aber müßten die Bestimmungen der Berliner Usancen auch geändert werden. Die Berliner Usancen schreiben nämlich für die Geschäfte mit Aufgabe vor, daß in diesem Falle der andere Theil das Recht hat, zu einer Zwangsregulirung am nächstfolgenden Tage zu schreiten, wenn nicht die Aufgabe erfolgt ist. Nach meinem Dafürhalten muß für diesen Fall die Vorschrift ertheilt werden, daß er nicht bloß das Recht, sondern die Pflicht hat, die Exekution herbeizuführen, wenn die Aufgabe nicht kontraktmäßig bis zum nächsten Tage erfolgt ist. Dann würde sich wenigstens das Risiko, das der Börsenmakler läuft, lediglich auf die Kursänderung beschränken, die von einem bis zum nächstfolgenden Tage eingetreten ist. In dieser Beschränkung ist ja vielleicht das Risiko nicht so erheblich, um geradezu die Unparteilichkeit zu beeinträchtigen. Ich würde aber die Vorschrift daran schließen, daß diese Geschäfte, die mit Aufgabe geschlossen sind, bei dem Börsenkurs nicht berücksichtigt werden dürfen, so lange nicht die Aufgabe vertragmäßig erledigt ist.

Vorsitzender: Das würden zunächst Geschäfte der Makler selbst sein. Sie würden damit eine Ausnahme davon machen, daß der Makler keine Geschäfte machen darf; denn wenigstens bis zu dem Moment, wo er aufgiebt, ist er doch der alleinige Kontrahent.

Sachv. **Munk:** Ich habe gesagt, daß, wenn in der That nach den Erfahrungen der Börse es als zweckmäßig und wünschenswerth erachtet werden sollte, diese Geschäfte nicht unmöglich zu machen, ich empfehlen würde, daß das Handelsgesetzbuch nach der Richtung geändert wird, daß den Maklern ausdrücklich gestattet wird, Geschäfte mit Aufgabe zu machen, daß dem anderen Kontrahenten dann aber auch andererseits die Verpflichtung auferlegt wird, am nächstfolgenden Börsentage die Zwangsregulirung vorzunehmen.

Vorsitzender: Es würde das nur dahin führen, daß der Makler alle Geschäfte, die er macht, jedesmal in die Form der vorbehaltenen Aufgabe kleidet.

Sachv. **Munk:** Er macht ja gewiß jeden Tag solche Geschäfte. Nur würden dann Vorkehrungen getroffen sein, daß diese Geschäfte bei der Feststellung der Kurse keine Berücksichtigung finden, so lange die Aufgabe nicht vertragsmäßig erledigt ist.

Vorsitzender: Man sagt, daß mitunter der Umfang der Geschäfte, die von Privatmaklern gemacht werden, bedeutend größer ist, als der bei der betreffenden Maklergruppe, und es wäre deshalb unrichtig, diese Geschäfte nicht zu berücksichtigen. Man nimmt deshalb auch von den Privatmaklern Angaben entgegen und berücksichtigt sie bei der Kursfeststellung.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte zunächst bemerken, daß meines Wissens für die große Mehrzahl der Effekten hier amtlich die Kursfeststellung erfolgt und nur eine ganz geringe Zahl nicht amtlich notirt wird.

Bei der Vernehmung der anderen Herren Sachverständigen ist bisher nicht hervorgehoben, daß ein Unterschied in der Kursfeststellung besteht für diejenigen Effekten, die amtlich notirt werden, und für die, die nicht amtlich notirt werden. Ich bedauere deshalb sehr, daß gerade bei dieser sehr interessanten Ausführung des Herrn Landgerichtsraths nicht einer der Berliner Herren oder mehrere zugegen gewesen sind. Seine Ausführungen decken sich in ganz wesentlichen Punkten mit dem, was ich früher gesagt habe, und was mir hier auf das Energischste von den Herren als unzutreffend bestritten worden ist, namentlich

auch die Ausführung, daß jetzt nicht das ganze Material bei der Kursnotirung berücksichtigt wird, sondern daß es den Kommissionshäusern in Folge des Selbsteintrittsrechts möglich ist, nur das bei der Kursnotirung zu berücksichtigen, was ihrem Interesse entspricht. Ich habe damals ausgeführt, daß, wenn das Kommissionshaus 1 Million Aufträge zum Kauf und 1 Million zum Verkauf hat und es über sämmtliche Aufträge die Aufgabe machen würde, dieselben sich paralysiren würden, daß aber das Kommissionshaus die Möglichkeit hat, die Aufträge zum Kauf ganz oder theilweise zurückzuhalten und nur die Aufträge zum Verkauf zu geben und dadurch ein ganz falsches Bild von der Lage des Marktes zu erzeugen.

Ich möchte deshalb dem Herrn Präsidenten anheimgeben, ob es sich nicht empfehlen würde, über diese Frage, die ja doch auch eigentlich von ganz prinzipieller und präjudizieller Bedeutung ist, demnächst noch einmal, wenn Herr Stadtrath Kämpf zugegen ist, in die Erörterung eintreten zu wollen.

Sachv. **Munk:** Ich möchte da auf den § 18 der Berliner Börsenordnung hinweisen. Der schreibt ausdrücklich vor:

> „Die nichtamtlichen Notirungen werden nicht durch Börsenkommissarien festgestellt, die vereideten Makler haben aber ihre Kursansage dem Börsenkommissar behufs Niederlegung in der Börsenregistratur zu übergeben."

Also diese Vorschrift ist ganz deutlich. Meines Wissens ist die Zahl der Papiere, für welche nicht ein amtlicher Kurs notirt wird, nicht so ganz geringfügig; meines Wissens ist ungefähr der vierte Theil sämmtlicher Gegenstände im nichtamtlichen Kurszettel enthalten. Das Verfahren ergiebt sich eben aus der Börsenordnung ganz von selbst. Da wird zwischen amtlicher und nichtamtlicher Kursfeststellung ein Unterschied gemacht; bei der nichtamtlichen fungirt der Börsenkommissar lediglich als Empfänger der Kursansage.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte mich auf diese von Herrn Geheimrath Gamp nochmals angeregte Frage nicht näher einlassen, weil es den Herren Sachverständigen obliegen wird, dieselbe aufzuklären. Wir haben sie überdies auch mit den früher vernommenen Herren schon gründlich verhandelt. Ich möchte nur an den eben vernommenen Herrn Sachverständigen die Frage stellen, ob ich Sie dahin richtig verstanden habe, daß Sie meinen, es sollen Geschäfte direkt zwischen Börsenbesuchern oder auch Geschäfte durch Vermittelung von nicht vereideten Maklern künftig nicht mehr stattfinden, sondern es soll jeder Umsatz an der Börse durch die Vermittlung eines vereideten Maklers gehen. War das Ihre Ansicht?

Sachv. **Munk:** Ich würde das allerdings wohl für zweckmäßig halten, jedoch würde ich es für unzweckmäßig halten, in dieser Richtung eine gesetzliche Vorschrift aufzustellen, daß Jemand ausschließlich nur Geschäfte mit vereideten Maklern machen darf. Er kann ja auch Geschäfte außerhalb der Börse machen ohne jede Vermittlung. Also, ich sehe nicht ein, warum das Gesetz nach dieser Richtung irgend welche Bestimmungen treffen soll. Etwas Anderes ist es dagegen bezüglich der Geschäfte, welche an der Börse und durch Vermittlung von Maklern gemacht sind. Diese sollten meines Erachtens auch bei der Feststellung der Kurse Berücksichtigung finden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Das geschieht ja auch. Also Sie scheinen sich nur darüber zu beklagen, daß eine ganze Anzahl von Geschäften sich der Kognition desjenigen vereideten Maklers, der bei der Notiz mitzuwirken hat, vollkommen entzöge. Ich kann es mir daher nicht anders denken, als daß Sie meinen, jedes Geschäft, welches abseiten des Maklers geschieht, solle verboten werden, weil es nicht zur Kognition kommt resp. nicht zur Mitwirkung bei der Notiz dient.

Sachv. **Munk:** In dieser Beziehung habe ich allerdings den Vorschlag zu machen, den Artikel 376 des Handelsgesetzbuches dahin zu verändern, daß der Selbsteintritt nur ausgeübt werden kann auf Grund einer Erklärung, welche der Kommissionär dem vereideten Makler an der Börse abgegeben hat. Dadurch würde die Wirkung erreicht werden können — ich wollte darauf bei einer späteren Frage zurückkommen —, einmal daß diese Geschäfte sich nicht der Kognition der mit der Feststellung der Kurse betrauten Organe entziehen und zweitens, daß das unangenehme Schneiden im Kurse dadurch ausgeschlossen sein würde. Es würde dadurch der Zeitpunkt, in welchem die Geschäfte erledigt sind, sofort festzustellen sein, weil eben der Zeitpunkt der Erklärung dafür maßgebend sein würde.

Vorsitzender: Wir können ja noch darauf zurückkommen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Das bekräftigt doch also meine Ansicht, daß Herr Landgerichtsrath Munk vorschreiben will, daß sämmtliche Umsätze durch die vereideten Makler gehen.

Sachv. **Munk:** Ich wollte bei den Geschäften, bei denen der Selbsteintritt stattfindet, vorschreiben, daß der Selbsteintritt nur auf Grund einer derartigen Erklärung möglich ist. Dagegen wenn Jemand Geschäfte in anderer Weise als Kommissionär ohne Mitwirkung des Börsenmaklers macht, und wenn zwei Kaufleute untereinander Geschäfte machen, so würde das nicht ausgeschlossen sein. Ich will also nicht die Möglichkeit entziehen, direkt Geschäfte mit anderen Kaufleuten zu machen; aber freilich tritt dann dieses Geschäft nicht in den Rahmen des Börsengeschäfts ein, es ist ein Privatgeschäft und braucht nicht berücksichtigt zu werden. Ganz anders ist es aber mit den Geschäften, welche sich als Börsengeschäfte charakterisiren.

Vorsitzender: Würde das nicht dadurch zu umgehen sein, daß die Geschäfte als eigene Geschäfte gemacht werden und den Charakter des Kommissionsgeschäfts haben?

Sachv. **Munk:** Doch nicht Herr Präsident. Solche Geschäfte, welche durch Selbsteintritt eines Kommissionärs vollzogen werden, können nicht ohne Weiteres als eigene Geschäfte gemacht werden. Ein Kommissionär handelt ja nur in Folge einer Deckung, die er vorgenommen hat, und er könnte das Geschäft nicht so selbst machen.

Vorsitzender: Man könnte erwägen, ob die Bedingungen nicht so geändert werden können, daß das Geschäft nicht mehr als Kommissionsgeschäft, sondern als eigenes Geschäft betrachtet wird. Wir können aber auf diese Frage wohl noch zurückkommen.

Dann würden wir also Nummer 10 erledigt haben, vorbehaltlich der Vernehmung des Herrn Stadtrath Kämpf, und würden zu Nummer 11 kommen, ob es sich empfiehlt, für sämmtliche deutschen Börsen eine einheitliche Kurs- und Preisnotirung einzuführen. Wir haben ja gehört, daß über die Zweckmäßigkeit der einen und anderen Methode verschiedene Meinungen unter den Sachverständigen obwalten. Es sind oft in der Presse Beschwerden darüber erhoben, daß Abweichungen bei den einzelnen Börsen stattfinden, ohne daß ein erheblicher Grund für diese Verschiedenheiten vorliegt.

Herr von Wallenberg, wollen Sie sich darüber äußern?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Es sind wohl nur Frankfurt und Hamburg, die in einzelnen Papieren noch eine andere Kursnotirung haben. Es würde ja ganz praktisch sein, wenn da eine einheitliche Notiz durchgeführt würde. Besonderer Werth ist dem nicht beizumessen.

Vorsitzender: Es erschwert den Handel und führt das Privatpublikum leicht irre.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich glaube aber nicht daß der Sache ein besonderer Werth beizumessen ist.

Dr. **Jürgens:** Ich möchte eine Frage an den Herrn Sachverständigen richten. Soviel ich mich erinnere, war Herr Geheimrath Heimann aus Breslau allerdings anderer Ansicht, insofern er sich nicht für eine durchgängig einheitliche Kursnotirung, soweit es sich um die Feststellung der Kurse handelt, ausgesprochen hat, wohl aber war er dafür, für die Reduktion der fremden Werthe eine einheitliche Basis zu schaffen, und das haben auch die anderen Herren Sachverständigen, auch die Sachverständigen aus Hamburg, als wünschenswerth bestätigt. Ich möchte diesen Gesichtspunkt auch hier hervorheben und fragen, ob nicht der Herr Vertreter aus Breslau sich auch in diesem Sinne äußern will — die Herren aus Frankfurt werden sich ja noch über die Sache aussprechen —, daß die Einheitlichkeit der Reduktion fremder Werthe wünschenswerth ist, während die Art und Weise der Feststellung der Kurse, wie wir ja gehört haben, nach lokalen Verhältnissen sich doch verschieden gestaltet, und hier eine Unifizirung nicht wünschenswerth wäre.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich bin sehr dafür, wenn das auszuführen ist; aber ich lege, wie gesagt, keinen so großen Werth darauf.

Vorsitzender: Die Mehrzahl der Sachverständigen hat sich dafür ausgesprochen, auch Herr Hinrichsen aus Hamburg. Sie sind also auch dafür?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Gewiß, ja!

Vorsitzender (zum Sachv. von Wilmowski): Ich bitte, sich dann weiter zu äußern.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich habe nichts zu bemerken.

Sachv. **von Guaita:** Ich für mein Theil wäre auch für die Annahme einer einheitlichen Berechnung aller deutschen Börsen, wenn es thunlich ist. Ich weiß nicht, ob es im Interesse der Frankfurter Börse ist. Aber das ist meine Anschauung darüber. Die Unterschiede sind, wie aus der Zusammenstellung hervorgeht, die Ihnen wohl bekannt ist, so gering, daß ich nicht einsehe, warum man nicht füglich darauf eingehen kann. Es handelt sich in dem ersten Falle darum, daß die Zinsberechnung in Berlin vom 1. Januar, in Frankfurt vom 31. Dezember geschieht. Dann ist ein kleiner Unterschied, daß in Berlin zu 5 pro Cent, in Frankfurt zu 4 oder umgekehrt hier zu 4 und in Frankfurt zu 5 gerechnet wird.

Vorsitzender: Das ist wohl nur historisch zu erklären. Es ist doch unangenehm, wenn man das erst lernen muß. Die „National-Zeitung" brachte darüber kürzlich einen längeren Artikel, offenbar von einem Fachmann geschrieben. Sie würden es auch für zweckmäßig halten, es für ganz Deutschland einheitlich zu machen?

Sachv. **von Guaita:** Ich bin auch dafür.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es handelt sich hier vornehmlich um die Bewerthung der ausländischen Valuten. Holländische Papiere z. B. werden in Berlin und Hamburg der Gulden zu 1,70, in Frankfurt 7 Gulden zu 12 Mark gerechnet. Pfundsterlingpapiere in Hamburg zu 21 Mark, in Frankfurt und in Berlin zu 20 Mark; Dollarpapiere und Rubelpapiere werden in Frankfurt anders gehandelt, als in Berlin. Die Anregung, die einmal von der Aufsichtsbehörde ergangen ist, diese Disparität zu beseitigen, ist bisher an dem Widerspruch der Frankfurter Börse gescheitert. Ich möchte doch gegenüber dem Herrn Sachverständigen aus Breslau hervorheben, daß doch auch das Publikum, das jetzt häufig durch die Kurse getäuscht wird, ein ganz erhebliches Interesse an einer einheitlichen Kursnotirung hat; es muß jetzt sich stets vergegenwärtigen, daß in Hamburg der Dollar zu 4,50 Mark

und hier zu 4,25 gerechnet wird. Es liegt also hier kein unerhebliches Interesse des allgemeinen Verkehrs vor.

Vorsitzender (zum Sachv. Baer): Wollen Sie sich darüber äußern?

Sachv. **Baer:** Ja, ich würde es wohl für zweckmäßig und für einfacher halten, aber unser Platz hat seine alten Gewohnheiten, unsere Kundschaft, das Hinterland ist darin ebenfalls sehr eingewöhnt, und es würde schmerzlich sein, diese Aenderungen vornehmen zu müssen. Es hat sich bis jetzt ja schon aus der Praxis heraus sehr Vieles nach Berlin abgeändert. Wenn wir hier diese Liste durchgehen, so zeigt sich, daß sehr viele Effekten, die früher in Frankfurt eine ganz andere Berechnungsart hatten, sich nach und nach der Berliner Berechnungsart angeschlossen haben. Es ist unangenehm, seine alten Gewohnheiten nach und nach alle zu verlieren.

Vorsitzender: Der Grund lag darin, daß man befürchtet, das Geschäft würde sich mehr hier zentralisiren?

Sachv. **Baer:** Das ist keine Frage, unser Platz hat schon abgenommen, daß wir nicht noch dazu helfen wollen, daß dies weiter geschieht.

Vorsitzender: Aber für das Publikum ist es immerhin besser. Das werden Sie nicht in Abrede stellen?

Sachv. **Baer:** Immerhin sind die Verschiedenheiten der Berechnungen so groß, daß es kaum glaublich erscheint, daß Jemand hineinfallen würde.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ja, Sie sagen, daß Niemand hineinfallen würde: das ist mir doch sehr zweifelhaft. Ich will z. B. als Privatmann Dollarpapiere kaufen und sehe, der Frankfurter Kurszettel giebt mir einen höheren Kurs an als der Berliner, und nachher bekomme ich eine Rechnung, wonach die Dollars zu anderem Kurs notirt sind, wie in Berlin. Ich mache ja gar keinem Bankier einen Vorwurf; das ist eine ganz naturgemäße Folge jenes Zustandes.

Sachv. **Baer:** Solche Vorkommnisse sind mir nie bekannt geworden; ich meine, es sind Klagen nach dieser Richtung nicht vorgekommen, die eine Aenderung wünschenswerth erscheinen lassen.

Vorsitzender: Herr Landgerichtsrath Munk, wollen Sie sich dazu äußern?

Sachv. **Munk:** Nein.

Vorsitzender: Der folgende Punkt bezieht sich auf den Waarenhandel und scheidet daher aus. Wir kommen nunmehr zum Maklerwesen, also zu Nummer 13.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** „Ist insbesondere dafür zu sorgen, daß die bei der Feststellung der Kurse mitwirkenden Makler von der Betheiligung an den zu Grunde liegenden Geschäften fern gehalten werden?“

Ich würde sehr dafür sein, wenigstens soweit es angeht, die Makler von den Geschäften fern zu halten. Ich will mich ganz kurz fassen. Die Sache wird ja wahrscheinlich noch weiter erörtert werden.

„Ist deshalb auf strenge Befolgung des Verbots von Handelsgeschäften für eigene Rechnung zu halten, und ist dies mit Erfolg möglich?“

Nach meiner Ansicht dürfte es mit Erfolg möglich sein, namentlich an kleinen Börsen, dieses Verbot aufrecht zu halten. Es ist in Breslau jetzt mehrfach vorgekommen, daß Makler, die das Geschäft des vereideten Maklers übernommen hatten, in kurzer Zeit wieder ausgetreten sind, weil sie sich eben mit dem Artikel 69 des Handelsgesetzbuchs in Kollision befunden haben, sie sind wieder zu den Pfuschmaklern übergetreten. Sie

haben also Geschäfte für eigene Rechnung machen müssen, haben das nicht mit dem Eide oder mit dem Handschlag, den sie gegeben haben, vereinigen können und sind ausgetreten. In Folge dessen möchte ich glauben, daß es doch möglich ist, daß die Makler nicht nöthig haben, an kleinen Börsen Geschäfte für eigene Rechnung zu machen.

Vorsitzender: Geschieht das denn thatsächlich auch wirklich nicht in Breslau?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Es geschieht ja auch thatsächlich, aber ich habe schon angedeutet, daß die Makler ein Schriftstück unterschreiben müssen, in welchem sie sich verpflichten, nicht Geschäfte für eigene Rechnung zu machen, und wenn der Börsenkommission bekannt wird, daß sie es dennoch thun, ist ihnen angedroht worden, daß sie ihrer Aemter enthoben werden.

Vorsitzender: Wird das denn nun auch streng befolgt?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, sobald es möglich ist, daß wir den Makler fassen, soll es streng befolgt werden. Es ist sehr schwierig.

Vorsitzender: Es ist behauptet worden, daß es für die Makler unmöglich sei, sich glatt zu stellen, wenn sie nicht einen Theil der Papiere auf eigene Rechnung nehmen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, das ist nach meiner Meinung nöthig, um die Spitzen auszugleichen. Wenn der Makler die in Auftrag gegebenen Effekten nicht kaufen oder verkaufen kann, so kann er dieselben dem betreffenden Bankier oder Kommissionär wieder zurückgeben und sagen, er hat es nicht ausführen können. Dann, glaube ich, wird der Kommissionär seinem Kommittenten sagen, ich habe an der heutigen Börse nicht kaufen können, oder ich habe nicht verkaufen können.

Vorsitzender: Hier sagten die Herren, wenn einer das gewissenhafter Weise ablehnt, so würde sich der Kommittent sofort an einen anderen Makler wenden, der nicht so bedenklich ist.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, das kann man doch dem betreffenden Kommissionär nicht verdenken, wenn ein anderer Makler es ihm noch macht. Aber daß der Makler dazu gezwungen sein soll, Geschäfte für eigene Rechnung zu machen, sehe ich nicht ein.

Vorsitzender: Sie glauben, daß das Verbot des Handelsgesetzbuchs sich durchführen läßt und, von einzelnen Ausnahmen abgesehen, auch durchgeführt wird?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Man giebt sich wenigstens Mühe, die Sache durchzuführen.

Graf **von Kanitz:** Von den Berliner Herren wurde der Einwand geltend gemacht, daß der Makler von der Courtage allein nicht leben könne, er wäre auf das Geschäft angewiesen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Herr Graf, das geht doch zu weit. Ich sage aber, dem Makler, der Pflichten hat, müssen auch Rechte geschaffen werden. Es hat sich die Unsitte ausgebildet, sehr viel franko zu handeln oder mit $^1/_4$ pro mille zu handeln. Die Leute können von dieser Courtage absolut nicht mehr leben. Nun treten hierzu die Pfuschmakler, die nehmen den vereideten Maklern auch noch die Geschäfte; in Folge dessen müssen die vereideten Makler suchen, auf andere Weise sich zu helfen.

Vorsitzender: Die Makler sind dadurch mehr zu Kommissionären geworden?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Zu Kommissionären geworden, ja.

Professor Dr. **Schmoller:** Ja, ich verstehe den Herrn Sachverständigen nicht recht. Er sagt auf der einen Seite: Eine Reihe von vereideten Maklern hätte in Breslau, ähnlich wie es seiner Zeit nach Einführung des Handelsgesetzbuches in Hamburg geschah, sofort ihr Amt niedergelegt, weil sie nicht täglich ihren Eid verletzen wollten, weil sie sich genöthigt sahen, nach den Bedürfnissen ihres Geschäfts doch selbst Lieferungen zu übernehmen und ihnen das Gesetz diese verbot; und dann sagt er auf der anderen Seite, er glaube, man könne den Paragraphen des Handelsgesetzbuches heute noch strikt durchführen. Nach Allem, was wir bisher gehört haben, ist eben davon gar keine Rede, sondern jeder vielbeschäftigte vereidete Makler ist jeden Tag genöthigt, für den Rest seiner Geschäfte, den er nicht im Moment unterbringen kann, selber einzutreten, weil er sonst seine Kunden verletzen, seinen Kunden sagen muß: ich kann deine Aufträge nicht ausführen. Es war bisher auch die Ansicht, daß man ihm für diesen Rest seiner Aufträge das gestatten müsse, wenn man ihm nicht das ganze Geschäft verderben und damit eben alle die Geschäfte in die Hände der Pfuschmakler treiben will. Ich möchte Herrn von Wallenberg nur auffordern, darüber uns noch etwas zu sagen, wie diese Niederlegung der vereideten Makler in Breslau sich zu seiner Ansicht verhält, daß sich der Paragraph aufrecht erhalten ließe.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, es läßt sich dadurch vielleicht aufrecht erhalten, daß die Banken sich theilen in Bankers, Brokers und Jobbers, daß einzelne Banken dabei die Rolle der vereideten Makler übernehmen und daß in dieser Beziehung die Grundsätze geändert werden.

Vorsitzender: Es hängt ja eins vom anderen ab.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, ich kann bloß die Thatsache berichten. Es ist sehr schwer, da etwas zu sagen.

Vorsitzender: Für die Kursfeststellung ist es ja gewiß sehr zweckmäßig, wenn man ein unparteiisches, an der Feststellung nicht betheiligtes Organ besitzt. Das sollen die vereideten Makler sein. Auf der anderen Seite haben Sie aber bisher nicht empfohlen, die Pfuschmakler abzuschaffen, den vereidelen Maklern also ausschließlich die Befugniß zur Vermittlung von Geschäften beizulegen. Eine Menge von Maklern werden dann immer doch existiren, die nicht vereidet sind und zahlreiche Geschäfte vermitteln.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, die Pfuschmakler sind ja keine angestellten Leute, sie sind Börsenbesucher wie andere. Es bildet sich heraus: das ist ein Pfuschmakler, und der verlangt nachher seine Courtage für ein Geschäft, das er vermittelt hat.

Vorsitzender: Ja, und die sind nun wieder nicht an das Handelsgesetz gebunden.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Die sind nicht an das Handelsgesetz gebunden.

Vorsitzender: Trotzdem muß man auch die Pfuschmakler hören, wenn man alle Geschäfte bei der Kursfeststellung berücksichtigen will. Der Vortheil wird wieder verloren, den man dadurch gewinnt, daß man an der Verpflichtung der vereideten Makler festhält.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Wenn ein Theil der Pfuschmakler mit in den vereideten Maklern aufginge, würde sich das vielleicht lösen lassen, daß nur vereidete Makler nachher zur Kursnotiz zugezogen würden. Ich glaube, das Ideal ist bei Ihnen (zu den Frankfurter Sachverständigen) in Frankfurt, daß die vereideten Makler — —

Vorsitzender (unterbrechend): Das Radikalmittel im Sinne dieser Nummer würde doch nur darin bestehen, daß man ausschließlich durch vereidete Makler vermitteln läßt.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Gewiß, daß wenigstens die vereideten Makler von allen Geschäften, von direkten und auch von denen, die durch Pfuschmakler gemacht werden, Kenntniß bekommen, und daß sie eventuell auch die Pflicht haben, die Geschäfte von Pfuschmaklern in ihrem Tagebuch aufzunotiren und dafür ein Aequivalent bekommen.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich bin auch der Meinung, daß in der That zur Feststellung der Kurse, zur Notirung der Kurse die Mitwirkung von Maklern nöthig ist, die kein Propregeschäft machen, und ich würde auch der Meinung sein, daß auf strenge Befolgung des Verbots von Handelsgeschäften und eigenen Geschäften zu halten ist. Soweit ich erfahren habe, ist das in der That auch möglich. Es kann dadurch geschehen, daß eben die Vorschrift befolgt werden muß zur Vermeidung der Ausschließung vom Geschäft, beziehungsweise vom Börsenbesuch von Amts wegen. Nun ist ja gar nicht daran zu zweifeln, der Herr Landgerichtsrath Munk hat ganz Recht: es ist notorisch, daß die vereideten Makler hier, ich möchte sagen alle, eigene Geschäfte machen. Aber es hat sich das eben eingebürgert, weil nicht streng darauf gehalten wurde, weil ihnen das nachgegeben wurde. Es hat Niemand danach gefragt. Alle Welt weiß aber, daß solche Geschäfte gemacht werden, theils mehr oder weniger offen, theils aber durch andere Kommissionäre, beziehungsweise durch andere Häuser, die an Stelle des Maklers eintreten. Ich bin aber der Meinung, daß das Verbot aufrechtzuerhalten ist, und ich bin der Meinung, daß es durchzuführen ist, und die Notirung der Preise ist meines Erachtens auch gar nicht anders möglich, als wenn sie durch Mitwirkung von solchen erfolgt, die bei der Preisnotirung absolut gar nicht interessirt sind.

Ich würde zu dem Zweck aber die Vorschrift oder den Vorschlag, daß die Makler die Aufgabe sich nicht vorbehalten dürfen, nicht aufnehmen. Ich bin im Gegentheil der Meinung, wenn ihnen das verboten wird, dann führt es dazu, daß sie selber die Geschäfte machen resp. machen lassen, während, wenn ihnen die Vorbehaltung der Aufgabe gestattet wird, der Makler das Interesse hat, an solche Häuser sich zu wenden, von denen er weiß, daß sie in diesen Papieren machen. Die Möglichkeit geht verloren, wenn die Makler sich eben nicht eine Aufgabe vorbehalten dürfen. Sie würden dann möglicherweise selbst eintreten oder sich an ein beliebiges Haus wenden, von dem sie sicher sind, daß das Haus die Geschäfte auf Rechnung der vereideten Makler selbst macht. Ich bin also der Meinung, daß das Vorbehalten der Aufgabe im Gegentheil ein Riegel dagegen ist, daß nicht die vereideten Makler die Geschäfte selbst machen.

Die nicht vereideten Makler und die Kommissionäre können ja natürlich auch Geschäfte machen, und die Zuziehung solcher Geschäfte zur Kursnotirung halte ich für ganz entschieden nöthig. Das könnte nun aber dadurch erreicht werden, daß der Börsenkommissar verpflichtet wird, einerseits auch solche anderen Geschäfte zu berücksichtigen, und daß auch die Kommissionäre oder die nicht vereideten Makler im Wege der Börsenordnung oder auch sonst verpflichtet wären, ihre Geschäfte anzuzeigen, entweder dem vereideten Makler oder zu einer Kursnotirung des Börsenkommissars selbst. Die Verpflichtung könnte natürlich nur wirksam sein, wenn ihre Versäumung eben disziplinarisch verfolgt werden könnte, schlimmsten Falls durch Ausschließung vom Börsenbesuch. Ein anderes Mittel giebt es meines Erachtens gar nicht, denn man kann unmöglich jedem Privatmann sagen: Du bist verpflichtet, die Kurse anzugeben, und man kann von jedem Börsenbesucher nicht anders als auf dem Wege der disziplinarischen Vorschriften das erreichen, daß die Kurse von Geschäften, die an der Börse gemacht werden, angegeben werden. Das einzige Mittel ist, eine Verpflichtung auszusprechen und dann ihre Innehaltung disziplinarisch, wie gesagt bis zur Ausschließung vom Börsenbesuch, zu verfolgen.

Dem Vorschlage des Herrn Landgerichtsrath Munk, daß ein Selbsteintritt des Kommissionärs nach dem Artikel 376 ausgeschlossen sein sollte, wenn nicht eine Erklärung gegenüber dem vereideten Makler stattfindet — diesem Vorschlage möchte ich mich nicht anschließen, und zwar deshalb nicht, weil dieses Mittel nur diejenigen Geschäfte begreift, bei welchen der Kommissionär selbst eintreten will oder selbst eintreten soll. Es würden also alle Geschäfte nicht getroffen werden, bei denen er nicht selbst eintritt, bei denen er ein anderes Haus in petto hat, vielleicht auch wieder, um auf eigene Faust für seine Kasse zu spekuliren, bei denen aber ein anderes Haus wirklich die Aufgabe machen soll. Diese Fälle würden nicht getroffen werden. Das Mittel wäre also kein radikales, und die Bedingungen des Selbsteintritts — ich würde lieber hernach darauf zurückkommen — sind denn doch andere, als bloß solche, die darauf wirken, den Kurs festzustellen. Es ist das eins der Mittel, die den Kurs beeinflussen können, und es ist allerdings ein recht wesentliches, weil derjenige, der selbst eintritt, an der Kursbildung durchaus interessirt ist, aber ein Mittel dafür ist es nicht, oder jedenfalls kein radikales, um zu veranlassen, daß auch die Geschäfte in die Kursnotirung aufgenommen werden, die eben nicht durch die vereideten Makler abgemacht werden. In der Beziehung, wie gesagt, läßt sich meines Erachtens nur radikal wirken durch die Verpflichtung aller Kommissionäre resp. aller nicht vereideten Makler, die Geschäfte behufs der Kursnotirung aufzugeben und durch disziplinarische Vorschriften für die Befolgung dieser Verpflichtung. Dies ist etwas sehr gegen meinen eigenen Wunsch und gegen meine eigenen Ansichten, dies ist etwas bureaukratisch, das läßt sich gar nicht leugnen; aber wenn man ein radikales Mittel dafür haben will, giebt es meines Erachtens kein anderes.

Vorsitzender: Sie glauben, daß man auch die sogenannten Pfuschmakler und selbst die Kommissionäre, die ohne Makler abschließen, nöthigen könnte, jedes Geschäft anzugeben.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Im Interesse des Börsenverkehrs, im Interesse der Redlichkeit des Börsenverkehrs.

Vorsitzender: Das dürfte recht schwer sein.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, das gebe ich zu.

Professor Dr. **Schmoller:** Die Ansichten des Herrn Geheimen Justizraths sind ja sehr interessant, vor Allem, weil sie in vollkommenem Widerspruch stehen mit Allem, was wir bisher gehört haben. Er glaubt also, daß man durch strenge Handhabung den Artikel 69 des Handelsgesetzbuches aufrechterhalten könne. Ich möchte nur fragen, ob er da nicht nothwendig zu der weiteren Konsequenz kommt, dies auch den Pfuschmaklern mit drakonischen Strafen zu verbieten, denn nach Allem, was wir gehört haben, liegt die Sache ja immer so: der vereidete Makler übernimmt für eigene Rechnung nicht gern aber ungern gewisse Posten, aber er muß es auf Wunsch seiner Kunden thun, weil sonst alle Geschäfte auf den Pfuschmakler übergehen würden; wenn man also die Klappe nicht ganz zumacht, so geht das ganze Geschäft auf den Pfuschmakler über und es nützt so alle strenge Handhabung des Artikel 69 nichts.

Ich möchte also den Herrn Justizrath fragen, ob er nicht in Konsequenz davon, wenn er den Artikel 69 wirklich streng durchführen will, dann zu dem alten wirklichen Offizialgewerbe der Makler offen zurückkehren und sagen will: es darf Niemand als der vereidete Makler die Vermittelung auf der Börse übernehmen, aber er muß sich auf diese beschränken, darf nie eigene Geschäfte machen. Auf diesem Standpunkt ist mir eine strenge Durchführung des § 69 denkbar. Wenn man aber zu dieser Konsequenz nicht bereit ist, dann, glaube ich, wird auch alle disziplinarische Maßregelung nichts nützen, weil dann die Geschäfte auf den Pfuschmakler übergehen.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, ich erkenne an, daß das die reine Konsequenz wäre, Geschäfte überhaupt nur durch die vereideten Makler stattfinden zu lassen. Ich glaube aber, daß das in der That nicht ausführbar ist, und daß es auch nichts helfen würde, denn dann würden die Geschäfte außerhalb der Börse respektive außerhalb der Makler gemacht werden, sie würden dann nicht zur Kursnotiz kommen und die Gefahr wäre meines Erachtens viel größer. Es würde eine Kulisse außerhalb der Börse stattfinden, und die Gefahren davon sind meines Erachtens nicht geringer zu veranschlagen; im Gegentheil, es würde dann eine heimliche Kursmachung eintreten, es würde eine Hintertreppe sein, auf der alle die Geschäfte gemacht würden. Ich glaube, daß das noch viel weniger richtig wäre.

Aber ich erkenne an: die Konsequenz würde allerdings die sein, nur den vereideten Maklern zu gestatten, Geschäfte zu machen. Ich nehme jedoch an, daß das noch viel weniger ausführbar ist. Ich erkenne selbst an, daß mein eigener Vorschlag etwas radikal ist und, wie gesagt, etwas Bureaukratisches hat, das mir sonst fern liegt: aber es ist das einzige radikale Mittel, und ich glaube nicht, daß davon viel Gebrauch gemacht werden müßte. Wenn der Börsenkommissar sich bemühte, darauf zu halten, daß ihm die Kurse angegeben werden, und wenn die Vorschrift existirte, so wirkt es meines Erachtens präventiv ganz außerordentlich darauf, daß in der That solche Geschäfte von einigem Belang von den Kommissionären und den nicht vereideten Maklern angegeben werden.

Vorsitzender: Manche Kommissionäre halten vielleicht nicht einmal ein Tagebuch; die Geschäfte werden auch gar nicht in einer bestimmten Reihenfolge aufgeführt. Wir haben auch früher gehört, daß an der Pariser Börse, wo ein ganz exklusives Recht der Agents de change besteht, doch von der Kulisse zahlreiche Geschäfte gemacht werden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zu der letzten Ausführung des Herrn Sachverständigen gegenüber Herrn Professor Dr. Schmoller darauf hinweisen, daß es doch ein ganz wirksames Mittel geben würde, um dem entgegenzutreten. Dieses Mittel liegt darin, daß die Börsen-Schiedsgerichte prinzipiell ihre Mitwirkung bei allen Geschäften versagen, die nicht von solchen Maklern vermittelt werden, die zum Zwecke der Vermittlung von Börsengeschäften von den Börsenorganen bestellt sind, also bei den Fragen, ob ein Papier lieferbar ist, und allen Konsequenzen, die sich daran knüpfen. Geschieht dieses, und gehen damit die Vortheile der schnellen Exekution u. s. w. verloren, so bin ich überzeugt, daß in weitaus den meisten Fällen die Vermittlung dieser Makler in Anspruch genommen werden wird. Man kann auch eigentlich keinen Grund einsehen, weshalb das nicht der Fall sein sollte. Wenn die Vermittlungssätze der einen Kategorie nicht billiger sind, als die der anderen, und die zugelassenen Makler schließlich doch jedenfalls auch noch bessere, zuverlässigere Makler sind, als die außerhalb der Aufsicht der Börsenorgane stehenden, so fürchte ich nicht, daß eine Winkelbörse entstehen wird. Uebrigens würde man auch dagegen auf Grund der Bestimmung des Handelsgesetzbuches, die die Errichtung einer Börse von der Zustimmung des Handelsministers abhängig macht, wirksam einschreiten können.

Ich möchte ferner den Herrn Sachverständigen bitten, sich darüber zu äußern: es ist von mehreren Sachverständigen darauf hingewiesen worden, daß man zwar das Institut der vereideten Makler aufheben, aber doch sämmtliche Makler unter eine scharfe Disziplin stellen solle, dergestalt, daß die Aeltesten die Makler vor ihrer Anstellung auf ihre Zuverlässigkeit prüfen, daß sie die Leute zunächst vielleicht nur auf mehrere Jahre anstellen und dann, daß sie Disziplinarbefugnisse haben und gegen die Makler energisch vorgehen, wenn sie ihre Pflichten nicht erfüllen. Würde das nicht ein Weg sein, auf dem sich diese

Mißstände beseitigen ließen, die eben in dieser Unterscheidung zwischen vereideten und nichtvereideten Maklern liegen, daß man diesen Unterschied aufhebt und für alle Makler, die an der Börse Geschäfte vermitteln, eine scharfe und energische Disziplin und eine sorgfältige Auswahl der Persönlichkeiten einführt?

Es würde dann namentlich auch der Einwand beseitigt werden, der ja jetzt immer gegen das Institut der vereideten Makler erhoben wird, daß man sagt: die unvereideten Makler sind vielfach strebsame, junge, tüchtige Kräfte, die man nicht ausschließen sollte. Auf diese Weise würde es möglich sein, zu einer viel größeren Anzahl angestellter Makler zu kommen. Die Korporation würde, während sie jetzt 140 Makler anstellt, vielleicht 300 oder noch mehr tüchtige Leute aussuchen und würde damit doch, glaube ich, das Bedürfniß vollständig befriedigen.

Läßt sich auf diesem Wege nicht ein Ausgleich der verschiedenen Interessen erzielen?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich habe gar nichts dagegen. Es ist nur eine verhältnißmäßig leise Abweichung von demjenigen, was ich sagte.

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: Gewiß!)

Ich würde gar nichts dagegen haben, den Unterschied zwischen vereideten und nichtvereideten Maklern aufzuheben, aber mit der Bedingung — und ich glaube, das hat der Herr Geheimrath auch wohl so verstanden —, daß dann alle Makler zur Kursnotirung zugezogen werden,

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: Gewiß!)

aber auch allen Maklern verboten wird, Propergeschäfte zu machen. Dann würde es sachlich auf dasselbe herauskommen, wie wenn nur vereidete Makler zur Kursnotirung zugezogen werden und denen das Geschäft verboten wird. Es würde das zur Folge haben, wenn der Unterschied fortfällt, daß dann alle Makler, nicht nur die vereideten bei der Kursnotirung mitwirken, und dagegen ist meines Erachtens gar nichts einzuwenden. Ich erkenne an, daß dann ein Unterschied zwischen Pfuschmaklern und anderen Maklern natürlich fortfallen würde und daß die Chancen vielleicht noch größere sein würden, eine vollständige Kursermittlung zu erlangen, und daß namentlich auch die Gefahren nicht derart eintreten, um ein Kulisse, eine besondere Hintertreppenkursfabrikation zu haben.

Vorsitzender: Das würde im Wesentlichen doch auf ein exklusives Recht der amtlichen Makler hinauslaufen; ob sie gerade vereidet sind, ist ja eine äußere Frage, ein äußeres Kennzeichen.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, ich halte das auch nicht für wesentlich.

Geheimer Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Das Bestreben, für möglichste Zuverlässigkeit bei denjenigen Personen zu sorgen, die an der Kursnotiz mitwirken, ist ja ganz naturgemäß, und wenn man die bestehenden Einrichtungen prüft, so läßt sich schon ohne Weiteres auf deduktivem Wege das Bedenken rechtfertigen, daß bei der vielfach stattfindenden unmittelbaren Betheiligung der Makler an den Geschäften, die abgeschlossen werden, diese Zuverlässigkeit nicht in vollem Maße vorhanden ist. Aber es kommt doch hauptsächlich auch darauf an, praktische Erfahrungen darüber zu hören, ob es in der That bisher zur Kognition, namentlich der juristischen Herren Sachverständigen hier gekommen ist, daß mit Rücksicht auf die Betheiligung der Makler an den Geschäften unwahre, gefälschte, nicht der Wirklichkeit entsprechende Kursnotirungen stattgefunden haben.

Es ist ja vielfach darüber geklagt worden, daß Geschäfte abgeschlossen und bei den Kursnotirungen berücksichtigt werden, die in Wahrheit nur zum Zweck der Kursbeeinflussung abgeschlossen sind. Aber das sind dann meistens Geschäfte, die

von dem Interessenten, von den Bankhäusern geschlossen werden. Es wäre interessant zu erfahren, ob den Herren aus ihrer Praxis Fälle bekannt geworden sind, in denen berechtigter Weise Klagen darüber erhoben wurden, daß es gerade die Makler gewesen sind, die mit Rücksicht auf ihr Interesse an dem Fallen oder Steigen der Kurse Notizen veranlaßt haben, die ungerechtfertigt gewesen sind. — Das ist die eine Frage.

Dann möchte ich Herrn Geheimrath von Wilmowski noch um eine nähere Aufklärung darüber bitten, wie er sich die Sache vorstellt, wenn er auf der einen Seite darauf zu wirken sucht, daß die Makler Propregeschäfte nicht abschließen, auf der anderen Seite ihnen aber gestatten will, Geschäfte per Aufgabe oder von Aufgabe noch weiter abzuschließen. Soweit ich die Sache zu beurtheilen vermag, liegt in diesen Geschäften per oder von Aufgabe, wenn auch nicht zunächst, doch mittelbar ebenfalls der Abschluß von Geschäften für eigene Rechnung. Wenn der Makler seinem Auftraggeber einen Schlußschein aushändigt, worin er ihm anzeigt, daß er von Aufgabe gekauft oder per Aufgabe verkauft habe, so soll das doch schon ein bindender Vertrag sein. Es ist das nicht etwa die Angabe, daß er nicht abgeschlossen hat, sondern im Gegentheil, er hat abgeschlossen unter Vorbehalt der Aufgabe des Gegenkontrahenten. Geschieht diese Aufgabe nicht, oder wird Jemand aufgegeben, der dem Auftraggeber nicht konvenirt, und der mit Recht von ihm zurückgewiesen wird, so muß unter allen Umständen der Makler haftbar sein, und das Geschäft würde dann ein Propregeschäft werden. Man kann dann allenfalls mit Herrn Landgerichtsrath Munk der Ansicht sein: Es muß eine Bestimmung getroffen werden, die das schleunigst zur Erledigung bringt; aber die Haftbarkeit des Maklers würde unter allen Umständen dann entstehen, wenn er die Aufgabe nicht in einer dem Auftraggeber konvenirenden Weise macht, und darüber bitte ich den Herrn Sachverständigen, sich zu äußern, wie er diese beiden meines Erachtens nicht ganz vereinbaren Gesichtspunkte vereinigt.

Vorsitzender: Den Punkt haben wir schon erörtert, und Herr Landgerichtsrath Munk sah das auch als eine Modifikation des von ihm empfohlenen Verbots an, eigene Geschäfte zu schließen. Aber Herr Geheimrath von Wilmowski ist allerdings darüber noch nicht gehört worden.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Was die Frage der Gefahren der Selbstbetheiligung betrifft, so muß ich bekennen, daß mir sehr häufig Fälle vorgekommen sind, wo gerade in Prozessen unter ganz bestimmter Namenonennung die Anschuldigung stattfand: die Dinge sind falsch gemacht, der und der Makler hat das und das andere Haus den Kurs machen lassen, das andere Haus ist er aber selber gewesen. Er hat ein sehr bedeutendes Interesse, weil er theils persönlich, theils durch Verwandtschaft für diesen und jenen sehr interessirt ist. Die Fälle, die mir als Anwalt vorgekommen sind, sind recht zahlreich. Ich muß aber allerdings hinzufügen, daß der Beweis recht schwierig war — es ist mir kein Fall in Erinnerung, worin der Beweis faktisch geführt wurde —, und zwar deswegen recht schwierig war, weil die Interessenten das Interesse hatten, nicht klar werden zu lassen, daß in der That ein solches Zusammenhalten und ein solches Machen von Geschäften im Interesse des Maklers stattgefunden hatte. Nichtsdestoweniger bin ich fest überzeugt, daß in recht vielen von den Fällen, wo der Beweis nicht gelungen ist, dennoch die Sachlage so gewesen ist, daß in der That ein solcher Einfluß auf den Kurs stattgefunden hat. Die Angaben sind eben zu vielfach gemacht. Der Richter wird verhältnißmäßig wohl weniger davon hören, als der Anwalt, das liegt ja auch in der Natur der Sache; denn wenn der Anwalt schon findet, es ist nicht zu beweisen, dann kann er mit dem Einwande nicht gut kommen. Doch ist mir das von so achtbarer Seite wiederholt vorgetragen, daß ich persönlich die Ueberzeugung bekommen habe, daß in der

That auf den Kurs von selbst mitbetheiligten Maklern eingewirkt ist. — Das ist in Betreff der ersten Frage.

In Betreff der zweiten Frage, der Aufgabe, nehme ich auch an, daß, wenn der Makler mit Vorbehalt der Aufgabe gekauft hat, er dann allerdings haftbar ist, weil er definitiv das Geschäft als abgeschlossen bezeichnet. Aber ich nehme an, daß in solchen Fällen der Makler weiß, daß ein Bankhaus, welches sich für das Papier interessirt, zu dem und dem Kurse unbedingt kaufen würde, wenn es da wäre oder nur einen Vertreter hätte. Ich nehme an, daß sachgemäß ein Makler unter Vorbehalt der Aufgabe nur dann handelt, wenn er diese Ueberzeugung fest hat. Wenn das nicht der Fall ist, dann sollte er das nicht thun, und ich bin der Meinung, wenn das verboten würde, selbst solche Geschäfte zu machen, von denen er weiß, daß ein anderes Haus darauf eingehen würde, und daß ein solches Haus existirt, das unbedingt das Geschäft zu dem Preise machen würde, dann würde der Makler auch das Geschäft nicht machen.

Ich würde mich aber eventuell allerdings dem Vorschlage des Herrn Landgerichtsrath Munk anschließen, die Aufgabe zu gestatten und dann in der von ihm angegebenen Weise die Beschränkung eintreten zu lassen, daß es sofort binnen 24 Stunden zur nächsten Börse ausgeführt werden muß, daß insoweit allerdings eine Zulässigkeit eintritt für den Makler, Geschäfte zu machen, unter der Beschränkung, daß dann sofort bis zur nächsten Börse die Sache erledigt werden muß.

Vorsitzender: Ich möchte noch hinzufügen, daß von verschiedenen Seiten Mittel vorgeschlagen sind, erstens, um eine Kontrole darüber auszuüben, in welchem Umfange der Makler zur Uebernahme für eigene Rechnung genöthigt ist, und zweitens auch nach der Richtung hin, daß der Makler vor dem Zusammentritt zum Zweck der Kursnotirungen verpflichtet sein soll, öffentlich mitzutheilen: für diese und diese Geschäfte suche ich noch einen Gegenkontrahenten, um auf diese Weise dem Publikum es zu ermöglichen, als Kontrahent einzutreten.

Wollen Sie sich darüber äußern?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich würde nichts dagegen haben. Ich würde ganz damit einverstanden sein.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich weiß nicht, ob Herr Justizrath von Wilmowski sich die praktischen Folgen dessen, was er von der Aufgabeform sagt, vergegenwärtigt hat.

Sie meinten, ein Makler würde daraus, daß ein Haus ein gewisses Interesse für ein Papier hat, ungefähr darauf schließen können, daß das Haus jederzeit in der Lage sein würde, als Aufgabe einzutreten. Aber praktisch liegt die Sache, glaube ich, doch nicht so, denn entweder hat das Haus, das sich dafür interessirt, dem Makler schon gesagt: ich bin Abgeber oder Käufer bei dem und dem Kurs, so daß er gar nicht in der Lage sein würde, erst Instruktionen wegen der Aufgabe einzuholen, sondern gleich das Haus hineinzuschreiben hätte, oder der Makler würde doch, glaube ich, oft zu falschen Schlüssen kommen, wenn er meint, daß, wenn ein Haus acht Tage hinter einander Geschäfte in einem gewissen Papier gehabt hat, es auch den neunten Tag darin zu thun haben würde. Das ist sehr häufig nicht der Fall.

Also ich glaube doch, daß diese Form für die Praxis nicht recht zutreffend ist.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich stelle anheim. Die Erfahrung kann ich natürlich nicht an der Börse haben, und das mag ja richtig sein, was Herr Kommerzienrath Mendelssohn sagt. Für den Fall würde ich allerdings vorschlagen, daß den Maklern nicht gestattet wird, unter Vorbehalt der Aufgabe zu handeln. Dann würde ich eventuell den Antrag lieber ganz zurückziehen und es ganz bei der Beschränkung lassen, daß er überhaupt nicht handeln kann. Ich ging von

der Voraussetzung aus, daß die Aufgabe meistens in solchen Fällen vorbehalten wird, wo eben der Makler ein Haus in petto hat, das nur augenblicklich nicht da ist. Trifft die Voraussetzung nicht zu, dann würde ich es lieber bei dem unbedingten Verbot lassen, eigene Geschäfte zu machen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Herren haben allerdings nicht die Details gehört, die uns früher mitgetheilt sind. Artikel 69 enthält ja Verschiedenes. Die Makler dürfen keine Handelsgeschäfte für eigene Rechnung machen, sie dürfen für die Erfüllung der Geschäfte sich nicht verbindlich machen oder Bürgschaft leisten. Nun ist ja hervorgehoben worden, daß, wenn der Makler überhaupt sein Geschäft betreiben soll, er für diese sogenannten Spitzen zur Zeit der Uebernahme, wo er überhaupt noch keine Deckung hat, einstehen muß. Das wäre also in dem Falle sein eigenes Geschäft. Es ist uns aber auch ferner vorgehalten, daß namentlich bei der Institution des Einheitskurses es gar nicht anders möglich ist, als daß der Makler, weil die Gesammtheit der Verbindlichkeiten als Einheit betrachtet wird, am Schluß bei der Kursnotiz den betreffenden Leuten, wenn er die betreffenden Engagements ausgeglichen hat, sagt: du bekommst, was du willst, und daß er doch erst in der Lage ist, Nachmittags dem Betreffenden den Schlußschein zu geben, der eine bestimmte Person bezeichnet; wenn nun dem Auftraggeber die Person nicht gefällt, so hält er sich daran, daß der Makler ihm des Nachmittags gesagt hat: du bekommst. Folglich bleibt dem Makler nichts anderes übrig, als gegen die fernere Alternative des Artikels 69 zu peccire, um mich einmal so auszudrücken, er muß sich auch für die Erfüllung des Geschäfts, das er vermittelt, verbindlich machen. Wenn das richtig ist, muß ich allerdings sagen, daß mir ein bloßes juristisches Urtheil, welches sagt, es muß bei dem Verbot bleiben, nicht entscheidend sein kann. Dann würde doch die Konsequenz sein: ich könnte zu diesem Zweck nur Makler brauchen, welche eben das Alles nicht thun, und dann finde ich zu solchem Amt des vereideten Maklers kein geeignetes Material, also keine zuverlässigen Leute.

Somit bleibt nun nach meinem Erachten nichts Anderes übrig, als daß, wenn man wegen der gedachten Nothwendigkeiten den Artikel 69 Ziffer 1 aufgeben will, man dann nur durch disziplinarische Maßregeln darauf wirken kann, daß das wegen dieser Nothwendigkeiten zuzulassende Ausnahme bleibt und nicht über das Maaß der Nothwendigkeit hinaus die Regel werde, daß also ein Makler, der systematisch, ohne daß ein dringendes Interesse vorhanden ist, das Geschäft für eigene Rechnung übernimmt, daß ferner ein Makler, der sich für die Erfüllung eines Geschäfts der Regel nach verbindlich macht, ohne daß er dafür Sorge getragen hat, schon jetzt einen Deckungsmann zu haben oder sich um einen zahlungsfähigen Deckungsmann zu bemühen —, daß also ein Makler, der dies Alles thut, disziplinarisch geahndet wird. Zu einem anderen Resultat komme ich auf diesem Gebiet nicht.

Nun entsteht also für mich die Frage: Soll man das jetzige Institut erhalten, die Latitüde geben und die disziplinarische Ahndung allerdings aussprechen, oder soll man das ganze Institut aufheben und sämmtliche Vermittler zulassen? Ich bin auch der Meinung gewesen — ich habe das früher schon ausgesprochen —, daß Jeder, der an der Börse vermittelt, unter einer gewissen disziplinaren Gewalt, und zwar einer schärferen als jeder andere Börsenbesucher, stehen soll. Unter diesen Vermittlern muß ich aber doch irgendwie welche qualifiziren, die an der Kursnotirung, die an der Feststellung des Kurses besonders betheiligt sind. Sollen alle diese Makler betheiligt sein oder nur bestimmte, und wenn nur bestimmte dabei betheiligt sind, sollen in Betreff ihrer noch ganz besondere Vorschriften existiren? Ich glaube, wenn man sich nicht auf den Standpunkt stellt, den Herr Geheimrath von Wilmowski einnimmt, zu ignoriren, was die Geschäftsleute als unvermeidlich

erachten, so kommt man darauf hinaus, ob man das ganze Material derjenigen, die den Kurs machen, im Vergleich zu heute verbreitern will. Ob das ein vereideter Makler ist, oder ein verpflichteter oder ein unter der Disziplinargewalt stehender Makler — ich finde nicht, daß bei diesen Fragen ein besonderer Unterschied ist. Ein ganz anderes Prinzip ist es natürlich, das auf das französische Institut hinausgeht, welches sagt: Ich will ganz bestimmte Makler haben, und was diese Makler nicht machen, gilt nicht. Einen solchen Gedanken habe ich angeregt. Das ist einstimmig von allen Sachverständigen zurückgewiesen, indem sie sagten: Ja, die Kulisse steht in Frankreich auf dem Papier, gerade die Kulisse macht Millionen Geschäfte.

Was aber die Frage betrifft, ob alle Geschäfte angegeben werden müßten, damit ein richtiger Kurs zu Stande kommt, so ist das nach meiner Ansicht ganz unmöglich. Ich möchte also an Herrn Geheimrath von Wilmowski die Frage richten, ob er dies auch mit der Konsequenz fordern will, daß Jemand, der Börsenmitglied ist, jedes Geschäft in Börseneffekten auch im freien Verkehr, Kauf und Verkauf, bei Strafe zur Kursnotirung angeben müßte.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Was das Erste betrifft, so bin ich der Meinung, daß der Streit wirklich kein so tiefgehender ist. Der Herr Präsident will den Paragraphen ausdehnen, aber er will mit Disziplinarvorschriften genau das erreichen, was ich eben auch erreichen will, und die Frage wäre eben nun die, ob das Verbot auf dem Papier stehen soll, resp. durch den Artikel 69 getroffen werden soll, oder ob wenigstens ein Handeln gegen diese Bestimmungen als Regel durch Disziplinarvorschriften verfolgt werden soll. Ich finde einen veritablen Unterschied darin nicht. Im Gegentheil, mein Vorschlag ging ja geradezu dahin, die Regel, daß Propregeschäfte von den Maklern nicht gemacht werden sollen, durch Disziplinarvorschriften aufrecht zu erhalten, und zwar aufrecht zu erhalten sowohl gegen die vereideten als gegen die nicht vereideten Makler, als auch gegen alle anderen Börsenbesucher, und in dieser Beziehung nehme ich eben an, daß die Disziplin bestehen muß. Ich lege darauf gar kein Gewicht, ob es gerade im Handelsgesetzbuch bestehen bleibt oder nicht, aber ich lege auch das Hauptgewicht darauf, daß durch die Disziplin darauf gewirkt werden muß, daß die Geschäfte, die an der Börse gemacht werden — nicht alle Geschäfte, die im Privatverkehr gemacht werden — in der That von allen Börsenbesuchern angegeben werden, daß das aber auch nur im Wege der Disziplin zu erreichen ist, im Wege der Börsenordnung, im Wege der disziplinarischen Aufsicht der Geschäfte, und nicht durch besondere Strafen.

Der Artikel 69 läßt auch insofern schon eine Latitüde und läßt durchblicken, daß das in dieser Weise gar nicht so vollständig durchzuführen ist, indem am Schluß meines Erinnerns gesagt ist: Unbeschadet der zivilrechtlichen Giltigkeit der Geschäfte. Daraus geht schon hervor, daß der Gesetzgeber sich selbst klar gewesen ist: So ganz unbedingt beseitigen läßt sich das nicht. Sobald aber ein Makler, mag er vereidet, mag er unvereidet sein, wenn man den Unterschied fallen läßt, solche Geschäfte als Regel macht und doch prätendirt, auf den Kurs Einfluß zu üben, so ist das meines Erachtens nicht zulässig, und das gerade will ich durch die Disziplinarvorschriften beseitigen. Ich lege gar kein Gewicht darauf, ob das Verbot im Wortlaut des Artikels 69 bestehen bleibt oder nicht; es wird in dem einen oder anderen Falle eintreffen, und darin haben gewiß die kaufmännischen Sachverständigen Recht: Das ist kaum denkbar, daß irgend ein Makler niemals in die Lage kommt, selbst zu haften, beziehungsweise Propregeschäfte zu machen. Das wird kaum zu vermeiden sein; aber es soll nicht zu Einwirkungen auf die Kursnotirung führen.

Ich weiß nicht, ob ich damit vollständig das beantwortet habe.

(Halbstündige Pause.)

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube, es wird zweckmäßig sein, wenn zunächst Herr Stadtrath Kämpf, der sich über Frage 8 und folgende noch nicht geäußert hat, sich darüber ausspricht.

Frage 8 lautet:

„Haben sich einzelne der an den verschiedenen Börsenplätzen bestehenden Lieferungsbedingungen z. B. hinsichtlich der Qualität oder des Gewichts von Waaren beziehungsweise der Lieferbarkeit von Papieren, der Exekution, der Unterwerfung unter ein Schiedsgericht u. s. w. als gemeinschädlich erwiesen, und was kann eventuell zur Beseitigung oder Unschädlichmachung solcher Bedingungen geschehen?"

Sachv. **Kämpf:** Für die Berliner Fondsbörse muß ich das verneinen.

Stellvertr. Vorsitzender: Bezüglich der Frage 9 können wir uns kurz fassen. Die Verhältnisse, wie sie an der Berliner Börse bestehen, und deren Einrichtungen sind uns bekannt; es ist auch von keiner Seite Beschwerde hervorgetreten.

Ich bitte Sie dann, sich zu Frage 10 zu äußern.

Sachv. **Kämpf:** Genügt das an den einzelnen Plätzen bestehende Verfahren bei Feststellung der Kurse — für Termingeschäfte und Kassageschäfte — seinem Zweck oder bedarf dasselbe der Verbesserung, eventuell in welchen Punkten?

Das wäre zu trennen in Kassa- und Termingeschäfte. Bei Termingeschäften ist an der Berliner Börse die Praxis im Gang — — — —

Stellvertr. Vorsitzender: Die hiesige Praxis ist uns auch bekannt. Wollen Sie die Güte haben, sich darüber gutachtlich zu äußern, ob das an der Berliner Börse bestehende Verfahren genügt oder eventuell in welcher Beziehung Sie eine Aenderung und Besserung empfehlen.

Sachv. **Kämpf:** Es kommen hin und wieder Mißbräuche vor, aber die sind doch immer von dem Börsenkommissariat sofort abgestellt worden, und es ist z. B. der Fall dagewesen, daß man sich über den ersten Kurs für Termingeschäfte in einem betreffenden Papier nicht hat einigen können, daß außerhalb des Bereichs der vereideten Makler ein anderer Verkehr, der freie, stattgefunden hat, und daß die Kurse in den beiden Verkehren sich nicht gedeckt haben, und daraufhin haben wir die Einrichtung getroffen, daß die vereideten Makler sich bei Feststellung ihrer ersten Kurse richten müssen nach dem, was überhaupt an der Börse vorgeht. Sie dürfen sich nicht auf einen abgesonderten Standpunkt stellen, sondern müssen Alles berücksichtigen, was bis zur Feststellung und bei Feststellung des ersten Kurses an der Börse passirt, und seitdem diese Einrichtung getroffen ist, sind weiter keine Klagen vorgekommen. Das gilt für das Termingeschäft. Bezüglich des Kassageschäfts halte ich die Einrichtungen der Berliner Börse für die besten der Welt.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Sie, sich zu Nummer 11 zu äußern:

„Empfiehlt sich die Einführung einer einheitlichen Kurs- und Preisnotirung für sämmtliche deutsche Börsen?"

Ich möchte hervorheben, daß es sich nicht darum handelt, ein einheitliches Verfahren bezüglich der Kursfeststellung herbeizuführen, sondern nur darum, die Besonderheiten, die an verschiedenen deutschen Börsen bezüglich der Berechnung fremder Valuten, Berechnung der Zinstermine, bestehen, zu beseitigen und ein einheitliches Verfahren für sämmtliche deutsche Börsen herbeizuführen.

Sachv. **Kämpf:** Das haben wir wiederholt angestrebt, aber leider nicht erreichen können.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann wären wir mit den Fragen fertig, mit denen der Herr Sachverständige noch im Rückstand war.

Frage 13 ist wohl in Verbindung mit den anderen Fragen zu behandeln, die den gleichen Gegenstand betreffen. Also wollen Sie die Güte haben, Herr Stadtrath, sich über Frage 13 und zugleich über die Unterfragen, die das Maklerwesen betreffen, zu äußern. Ich glaube, es wird zweckmäßig sein, wenn wir Frage 13 mit allen Unterfragen gemeinschaftlich zur Berathung stellen.

Sachv. **Kämpf:** Die Bestimmung, die jetzt besteht, daß die vereideten Makler weder Bürgschaft übernehmen dürfen für die von ihnen vermittelten Geschäfte, noch in den Papieren, in denen sie vermitteln, Geschäfte für eigene Rechnung machen dürfen, ist nicht durchführbar. Es ist nicht möglich, in voller Strenge die vereideten Makler dazu zu zwingen, denn der Verkehr im Ganzen drängt darauf hin, daß der vereidete Makler gelegentlich auch die Verantwortlichkeit für die Geschäfte übernimmt und gelegentlich in den Papieren, in denen er vermittelt, auf eigne Rechnung einspringen muß, und es ist z. B. die Intention der Aeltesten der Berliner Kaufmannschaft schon seit langen Jahren dahin gegangen, in der Beziehung die gesetzlichen Vorschriften abändern zu lassen, mindestens in der Art, daß die vereideten Makler berechtigt sind, für diejenigen Geschäfte, in denen sie die Vermittlung übernommen haben, auch die Bürgschaft zu übernehmen. Ich glaube, daß die vereideten Makler nur dann ihre Aufgabe erfüllen können, wenn ihnen das Letztere unter allen Umständen gestattet wird.

Was den anderen Punkt anlangt, daß sie in Papieren, in denen sie vermitteln, auch für eigene Rechnung Geschäfte machen dürfen, so ist es nicht zu umgehen, daß sie das hin und wieder thun trotz aller und schwerer Bestimmungen, die gegen sie angewendet werden können, und ich glaube, auch das sollte man ihnen freigeben mit der einzigen Maßgabe, daß sie bei der Angabe der Kurse für die von ihnen vermittelten Geschäfte zu erklären haben, ob und wie viel sie für eigene Rechnung oder für Rechnung ihrer Strohmänner, die dann allerdings fortfallen würden, gemacht haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Ihr Vorschlag geht augenscheinlich von der Absicht aus, die Interessenkollisionen, die darin liegen, daß der vereidete Makler bei der Kursnotirung mitzuwirken hat und trotzdem seine eigenen Geschäfte für eigene Rechnung zu machen berechtigt ist, möglichst zu vermeiden. Auch die andern Herren Sachverständigen haben es in gewissen Fällen für nothwendig erklärt, daß der Makler eintreten müßte.

Es ist nun in Anregung gebracht, eine Kontrole darüber eintreten zu lassen, in welchem Umfang der vereidete Makler selbst für eigene Rechnung Geschäfte macht, etwa in der Weise, daß er diese besonders notiren muß, um auf diese Weise vielleicht stichweise dem Börsenkommissariat die Möglichkeit zu geben, sich zu informiren, ob nur in den bezeichneten Ausnahmefällen Geschäfte gemacht worden sind.

Zweitens ist auch angeregt worden, ob man nicht dem vereideten Makler die Verpflichtung auferlegen könnte, unmittelbar vor der Kursnotirung diejenigen Geschäfte, für die ihm ein Gegenkontrahent fehlt, zur Kenntniß der Börse zu bringen, um auf diese Weise Anderen die Möglichkeit zu geben, als Kontrahenten einzutreten. Welche Stellung würden Sie zu diesen beiden Fragen einnehmen?

Sachv. **Kämpf:** Das geschieht zum Theil jetzt schon, denn wenn sich durch Vergleich der Kauf- und Verkaufsordres ergiebt, daß die Verkaufsordres wesentlich überwiegen und der Kurs demnach erheblich herabgesetzt werden müßte, oder erhöht, indem die Kaufordres überwiegen, so ist der vereidete Makler verpflichtet, dies durch Aufziehen der schwarzen Tafeln zur Kenntniß zu bringen, sodaß alle Interessenten in der Lage sind, sich um den Kurs zu bekümmern.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist doch wohl etwas Anderes.

Sachv. **Kämpf:** Das deckt sich zum Theil damit. Denn wenn die Verkaufsaufträge überwiegen, dann liegt die Gefahr nahe, daß der vereidete Makler zu billigem Kurs für sich selbst kauft. Wenn es aber in die Oeffentlichkeit kommt, hier sind so und so viel Verkaufsordres, dann kommen auch solche, die bisher nicht interessirt waren, und kaufen, wenn sie der Meinung sind, daß sie ein gutes Geschäft machen, und der Makler kommt nicht zu dem Kauf für eigene Rechnung, den er vielleicht doch beabsichtigt hat, und ebenso umgekehrt. Es könnte das dahin erweitert werden, daß dem Börsenkommissar, bevor der Kurs definitiv festgesetzt wird, vom Makler gesagt wird, ich muß und werde für so und so viel eintreten, und das könnte bekannt gegeben werden. Dann können sich später die Interessenten um ihn versammeln und sehen, ob sie ihrerseits es zu einem besseren Kurs übernehmen wollen.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie das für zweckmäßig halten?

Sachv. **Kämpf:** Ja!

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte mir eine Frage erlauben, die schon gestellt wurde, als der Herr Sachverständige nicht hier war.

Es handelt sich um die Frankfurter Einrichtung, daß in Frankfurt jeder Makler in jedem Papier handeln kann. Die Geschäfte sind dort nicht wie bei uns gruppenweise eingetheilt, wo also verschiedene Makler in verschiedenen Papieren zu handeln haben.

Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er der Ansicht ist, daß die Frankfurter Einrichtung vorzuziehen ist, welche mit Billigkeitsgründen motivirt wird. Hier bei uns kommt es häufig vor, daß in gewissen Papieren, welche also bestimmte Makler haben, sehr lebhafte Umsätze stattfinden und die vereideten Makler ein sehr gutes Auskommen haben, daß später aber in denselben Papieren die Geschäfte außerordentlich gering werden und die Makler dabei alsdann auf dem Trocknen sitzen. Die Frankfurter Einrichtung macht die Sache gleichmäßiger. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er sich hierüber äußern will.

Sachv. **Kämpf:** Das ist ein Uebelstand, der ja selbstverständlich eintreten kann, daß eine Zeit lang kein Geschäft ist und dann wieder ein sehr großes. Wir suchen dem dadurch abzuhelfen, daß die Maklergruppen verschoben werden. Wenn wir sehen, daß es nicht mehr geht, der Makler nicht existiren kann bei den ihm zugewiesenen Papieren, dann weisen wir ihm einige andere zu.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Meint der Herr Sachverständige, daß ein Theil der Gründe für die hiesige Einrichtung darin liegt, daß, wenn von jedem Makler jedes Papier gehandelt würde, bei der ungeheuer großen Zahl von Papieren die Feststellung der Kursnotiz eine überaus zeitraubende sein würde?

Sachv. **Kämpf:** Ich wüßte nicht, wie in Berlin bei den 1300 Papieren die Feststellung bis 1/23 Uhr möglich sein sollte.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube, der Herr Sachverständige hat die einzelnen Unterfragen noch nicht erschöpfend behandelt, namentlich, welche Stellung er zu der Frage nimmt, ob das Institut der vereideten Makler beizubehalten oder umzugestalten wäre nach der Richtung hin, daß man das Maklergewerbe freigiebt oder daß es zu einem eigentlichen Offizialgewerbe mit ausschließlichen Rechten und sicher kontrolirten öffentlichen Pflichten umgewandelt wird.

Wollen Sie die Güte haben, sich darüber zu äußern.

Sachv. **Kämpf:** Ich bin der Ansicht, daß das Institut der vereideten Makler für Berlin beizubehalten ist mit zwei Modifikationen, erstens, daß ihnen freigegeben wird, die Verantwortlichkeit für Geschäfte, die sie vermittelt haben, zu übernehmen, und zweitens ihnen gestattet wird, in denjenigen Papieren, in denen sie handeln, Geschäfte für eigene Rechnung zu machen mit der Maßgabe, die ich vorhin angeführt habe.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Mir ist es nicht ganz klar, inwieweit ein Bedürfniß für diese Befugniß der vereideten Makler auch für Zeitgeschäfte vorhanden ist. Ich gebe zu, daß diese Befugniß vielleicht nach der Richtung hin nicht von Bedeutung ist, weil es sich dabei um keinen Einheitskurs, um keine so direkte Interessenkollision handelt. Aber welches legitime Interesse ist eigentlich dafür vorhanden, daß der vereidete Makler beim Ultimogeschäft dasselbe für eigene Rechnung macht oder für die Verpflichtungen eines Anderen einsteht? Beim Kassageschäft ist das namentlich mit Rücksicht auf den in Berlin bestehenden Einheitskurs, wie ich glaube, ganz gerechtfertigt, aber welches Bedürfniß besteht für Zeitgeschäfte?

Sachv. **Kämpf:** Zunächst möchte ich erwidern, daß wir doch von dem Gesichtspunkte ausgehen müssen, daß kein vereideter Makler das Interesse hat, für eigene Rechnung einzutreten, und auch keiner das Interesse hat, für sich selbst Geschäfte zu machen. Wenn der vereidete Makler überhaupt spekuliren will, dann braucht er ja nicht in den Papieren zu spekuliren, in denen er gerade vermittelt, er kann sich irgend ein anderes aussuchen, in dem Geschäfte zu machen ihm gar nicht verboten ist. Aber er wird durch die Art des Geschäfts gezwungen, einzutreten.

Früher, als das Geschäft noch Kleinkram war, kam der Verkäufer zum Makler und sagte, verkaufe 30000 Mark Diskontokommandit; dann wartete der Makler ab, bis ein geeigneter Käufer mit dem entgegengesetzten Auftrag kam, und führte Verkäufer und Käufer zusammen. Jetzt wickeln sich die Sachen anders ab. Der Verkäufer will seinen Auftrag sofort ausgeführt wissen. Der Makler findet auch sofort eine Gegenpartei; aber indem er beide Parteien zusammenführen will, stellt sich heraus, daß die eine Partei der anderen als Aufgabe nicht genehm ist. Was soll der vereidete Makler da anders machen, als selbst dazwischen treten. Auf diese Weise werden die vereideten Makler durch die jetzige Art des Geschäftes dazu gezwungen, sich für Geschäfte verbindlich zu machen, und welche Bestimmungen auch getroffen werden mögen, sie werden immer dahin kommen, nicht in allen, aber in sehr vielen Fällen selber einzutreten.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das ist mir nicht ganz überzeugend.

Zunächst kann ich bemerken, Artikel 69 macht die Einschränkung nicht, daß die vereideten Makler nur in solchen Papieren keine Geschäfte machen dürfen, die ihnen zugewiesen sind, sondern sie sollen es überhaupt nicht, und ich habe die Empfindung, daß mit einer rein spekulativen Thätigkeit, gleichviel in welchen Papieren es geschieht, eine Stellung als vereideter Makler nicht recht vereinbar ist.

Wenn ich mir also denke, daß der Makler selbst, wenn er wirklich ein Geschäft ausgeführt hat, für einen Mann von nicht ganz zweifelloser Zahlungsfähigkeit Bürgschaft übernommen hat beim Ultimogeschäft, so wird er naturgemäß in die Lage kommen, sich nachher durch ein anderes Ultimogeschäft zu decken, kurz und gut, er kommt auf diese Weise rein in die Spekulation hinein, und das ist mit seiner Stellung nicht recht vereinbar.

Ich frage, welches Bedürfniß ist für den Selbsteintritt des vereideten Maklers im Ultimogeschäft vorhanden? Beim Kassageschäft erkenne ich es an wegen der Zusammendrängung der gesammten Beträge in eine Masse, vermöge deren in dem

und dem Augenblick angegeben wird, du kannst dich darauf verlassen, das Geschäft wird für dich gemacht, und wo erst am Nachmittag die Person angegeben wird, gegen die Einwendungen gemacht werden können. Weshalb das aber für den Ultimahandel ein besonderes Bedürfniß sein soll, wenn derjenige, der bereit ist, es wirklich zu machen, dem Anderen nicht konvenirt, das vermag ich zunächst nicht einzusehen. Wenn etwa dem Mann, der ein Zeitgeschäft machen will, der Gegenkontrahent nicht paßt, dann kann eben an dem Tage dieses Geschäft nicht gemacht werden.

Sachv. **Kämpf:** Darauf möchte ich zunächst erwidern, daß, wenn ein Makler ein wohlhabender Mann ist, er durch nichts verhindert werden wird, auch einmal ein Spekulationsgeschäft zu machen. Er wird sein Vermögen anlegen, und wo Anlage des Vermögens aufhört und Spekulation anfängt, wird niemals zu unterscheiden sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ein zwingendes Bedürfniß den Artikel 69 in diesem gesammten Umfange zu beseitigen, so daß auch bei Ultimageschäften der Makler einzutreten vermag, erblicke ich nicht. Betont wird nur der prinzipielle Gesichtspunkt, daß der möglichst freie Verkehr wünschenswerth ist.

Sachv. **Kämpf:** Darauf kann ich nur antworten, daß aus der Verkehrsentwicklung heraus etwas Anderes nicht möglich ist. Der vereidete Makler kommt durch die Art des Geschäfts in die Lage, eintreten zu müssen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir haben z. B. vom Herrn Kommerzienrath Goldberger gehört, der hat direkt gesagt, nein, er finde gar kein Bedürfniß dafür. Ein Bedürfniß des vereideten Maklers, selbst einzutreten, hat er höchstens beim Kassaverkehr für die sogenannten Spitzen anerkannt. Daraus könne man aber nicht das Bedürfniß herleiten, nun darüber hinaus für alle möglichen Zeitgeschäfte einzutreten. Das würde, so meinte er, den Mann zur Insolidität veranlassen.

Sachv. **Kämpf:** Hier müssen zwei Dinge auseinandergehalten werden.

Erstens das sogenannte Spitzengeschäft, das der Makler für eigene Rechnung bewußt macht, und zweitens das Eintreten, die Uebernahme der Verbindlichkeit für ein Zeitgeschäft. Letzteres entsteht dadurch, daß der Makler häufig nicht in der Lage ist, die geeigneten Kontrahenten einander zuzuführen. Es können die Kontrahenten an und für sich ganz gut sein, und doch will der Eine von dem Anderen die Aufgabe nicht annehmen, häufig ist es sogar so, daß der Eine dem Makler sagt, mich darfst du nicht nennen als Verkäufer. Auf diese Weise kommt der zweite Punkt heraus, daß der vereidete Makler die Verbindlichkeit für die Erfüllung des Geschäfts übernimmt. Das ist nicht für eigene Rechnung. Das „für eigene Rechnung" tritt beim Kassageschäft ein.

Nehmen Sie an, es sind 60000 Mark von einem Papier zu kaufen und 60900 Mark zu verkaufen, es bleiben 900 übrig. Diese 900 Mark übernimmt der Makler für eigene Rechnung. Er soll zwar für eigene Rechnung keine Geschäfte machen; aber da der Verkäufer auch diese 900 Mark los sein will, bleibt dem Makler nichts anderes übrig, wenn es ihm nicht gelingt, auch für diese 900 Mark noch einen Käufer zu finden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe die Befürchtung, daß nach Aufhebung des Artikels 69 in dem natürlichen Drängen des Auftraggebers, es mit keinem Anderen zu thun zu haben, als mit dem Makler selbst, das ich ja an sich verstehe, gar kein Damm mehr vorhanden sein wird; der Makler wird gezwungen sein, um sich von Ihrem Standpunkt auszudrücken, für alle Ultimageschäfte, die ihm angesonnen werden, einzutreten. Er wird die Zahlungsfähigkeit der Hintermänner, die

er auch wirklich gefunden hat, weniger prüfen und sich mitten in die Spekulation stellen. Sollte nicht mindestens die Konklusion zutreffend sein, daß, wenn wirklich der Artikel 8 eingeschränkt oder aufgehoben werden sollte, und umgewandelt werden sollte, möchte ich sagen, in eine disziplinarische Bestimmung, wo noch unter Umständen der Makler die Berechtigung hat, Geschäfte selber auszuführen, es gerechtfertigt wäre, anzuordnen, daß der Makler bei disziplinarischer Ahndung verpflichtet ist, mit der größten Sorgfalt die Zahlungsfähigkeit seiner Hintermänner, für die er eintritt, zu prüfen.

Sachv. **Kämpf:** Man muß von dem Gesichtspunkt ausgehen, daß in den Thatsachen und den ganzen Verhältnissen eine gewisse Logik liegt. Es ist doch gar nicht anzunehmen, daß der vereidete Makler gerade darauf lossteuert, für eigene Rechnung Geschäfte zu machen und große Obligos zu übernehmen. Im Gegentheil, jeder einzelne hat ein Interesse daran, möglichst glatt von der Börse weg zu gehen und seine Courtage in Sicherheit zu haben.

Ist der Makler in der That ein unsinniger Spekulant, dann hat er seinen Beruf verfehlt und wird über kurz oder lang aus den Listen gestrichen werden.

Ist er aber wirklich Makler, dann hat er in sich das Interesse, keine Geschäfte zu machen, oder nicht mehr, als irgend nöthig ist. Jetzt sind diese Geschäfte verboten, und sie werden nothgedrungen doch gemacht. Deswegen meine ich, man soll lieber das Verbot aufheben, dem Makler gestatten, das zu thun, wozu der Verkehr ihn zwingt. Dann wird seine Stellung, meiner Ansicht nach, eine angesehenere und geachtetere werden, als jetzt, wo ihm gesagt wird, du hast das beschworen und jeden Tag kommst du in die Lage, es nicht zu halten.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Herr Sachverständige wünscht auch seinerseits, wenn ich ihn recht verstanden habe, daß die vereideten Makler nur in ganz besonderen Fällen Geschäfte für eigene Rechnung machen dürfen. Er hat sich aber über die Frage nicht geäußert, die Herr Senatspräsident Wiener anregte, ob nicht das Innehalten dieser Schranken, auch selbst wenn das gesetzliche Verbot aufgehoben wird, auf dem Disziplinarwege anzustreben sein möchte.

Sachv. **Kämpf:** Das deckt sich mit dem vorhin Gesagten. Die vereideten Makler sollen angeben, welche Geschäfte sie für eigene Rechnung gemacht haben, dann wird die Disziplinarbehörde sehen können, ob sich die vereideten Makler in den vernünftigen Grenzen gehalten haben, die ihnen nun einmal durch die Art des Geschäftes aufgedrängt werden.

Graf **von Kanitz:** Was die letzte Bemerkung des Herrn Sachverständigen betrifft, so erinnert sie an die Ausführungen, die bereits in früheren Sitzungen gehört worden sind, und zwar bezogen sie sich damals auf das Kommissionsgeschäft.

Es war damals von den Herren Sachverständigen der Wunsch ausgesprochen worden, der Kommissionär möchte jedes Mal seinem Kommittenten es anzeigen, wenn er als Selbstkontrahent in ein Geschäft eintritt. Auf meine Frage, welche Kautelen zu finden sein würden, um den Kommissionär zu zwingen, wirklich die Wahrheit zu bekennen, nicht etwa einen Strohmann anzugeben, ist man mir die Antwort schuldig geblieben.

Ich möchte eine derartige Frage auch in diesem Fall stellen — die Fälle gleichen sich vollständig —, welche Mittel zu ergreifen sind, um zu verhindern, daß der Makler nicht etwa einen Strohmann angiebt.

Der Grund, weshalb ich ums Wort gebeten habe, war aber ein anderer. Der Herr Sachverständige sagte vorhin, wenn man den vereideten Makler verhindert, für eigene Rechnung Geschäfte zu machen und er ist ein wohlhabender Mann, was hindert ihn, als Privatmann das Geschäft zu treiben?

Ich glaube, damit ist der Hauptpunkt, um den es sich hier dreht, umgangen. Der vereidigte Makler ist nachher mitbetheiligt an der Feststellung der amtlichen Kurse, und das ist eben derjenige Uebelstand, für den wir eine Aenderung, ein Remedium, finden wollen, nämlich zu verhindern, daß die amtlichen Kurse von Leuten festgestellt werden, welche selbst bei dem Geschäft interessirt sind, selbst ein Interesse daran haben, ob der Kurs, sei es auch nur eine Kleinigkeit, höher oder niedriger ist. Der Herr Sachverständige sagt, wenn der vereidete Makler die Verantwortlichkeit übernimmt, meinetwegen auch nur für kleine Beträge sich engagirt, so spielt das weiter keine Rolle. Ja, ich bin entgegengesetzter Ansicht, man sollte bei Feststellung der Kurse einen Weg einschlagen, welcher es absolut ausschließt, daß Leute, welche am Kursstand persönliches Interesse haben, welche daran betheiligt sind, zugezogen werden, und auf diesen Punkt hat der Herr Sachverständige meiner Ueberzeugung nach noch keine ganz ausreichende Antwort gegeben, und ich möchte ihn bitten, wenn er verlangt, daß Artikel 69 gestrichen werden soll, wie sollen Organe gefunden werden, welche völlig unparteiisch und objektiv die Kurse feststellen?

Sachv. **Kämpf:** Diese Organe würden nach wie vor die vereideten Makler sein, und indem ich vorschlage, daß diese gezwungen werden, anzugeben, wie viel Geschäfte sie für eigene Rechnung gemacht haben in dem betreffenden Papier, sie oder ihre Strohmänner, ergiebt sich auch die Beantwortung der Frage von selbst.

Außerdem aber kann ich bemerken, daß die Kurse an der Berliner Börse viel weniger von den vereideten Maklern festgestellt werden als von der Oeffentlichkeit. Es sammelt sich um alle vereideten Makler eine große Korona von allen Interessenten, und wenn der Makler, wie es ja manchmal vorkommt, es wäre Thorheit, wenn man das bestreiten wollte, einen sogenannten Eindruck machen will, indem er ein Papier entweder unverhältnißmäßig hoch oder niedrig zu notiren sich bemüht, so hindert ihn die Oeffentlichkeit daran, das zu thun. Da kommen sofort Interessenten, die das Papier für 10 Pfennig höher nehmen oder auch für 20, und den Makler an der ungerechtfertigten Notiz hindern.

In großem Umfange ist das also gar nicht möglich, und darum ist der kleine Nachtheil, der vielleicht entstehen kann, gar nicht in Betracht zu ziehen gegenüber den Vortheilen, die überhaupt bei uns aus der ganzen Art der Kursfeststellung sich ergeben. Dasselbe ist beim Zeitgeschäft der Fall. Man weiß an der Börse von jedem Schluß, der gemacht wird, von jeder Kursveränderung. Da ist es gar nicht möglich, daß der vereidete Makler etwa den Kurs für seine eigene Rechnung in einer Weise beeinflußt, die nicht gerechtfertigt wäre. Das hört von selber auf, denn die ganze Börse hat Einfluß darauf und ein Urtheil darüber. Die Kurse werden, wie gesagt, viel weniger von den vereidigten Maklern als von der Allgemeinheit, der Oeffentlichkeit festgesetzt, die kontrolirt sie, und deswegen kommen so selten Fälle vor, daß der Börsenkommissar einzuschreiten hat. Es kommen nur einzelne Streitfälle vor, die von dem Börsenkommissar erledigt werden müssen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Herr Graf von Kanitz hat ganz mit Recht auf die Strohmänner bei den Maklern hingewiesen. Ich möchte aber den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht der Ansicht ist, daß, wenn das Institut der Strohmänner disziplinarisch gewissermaßen gebrandmarkt wird, dann die Uebung bei den Börsenkommissarien u. s. w. leicht ergeben wird, welches Haus eigentlich als Strohmann zu figuriren pflegt, und man ihnen sehr leicht das Handwerk wird legen können. Führt man diese disziplinarische Befugniß ein, so wird es gewiß gelingen zu verhindern, daß hinter den Maklern Strohmänner stehen. Im Augenblick haben die Aeltesten respektive die Börsenvorstände keine Handhabe, einzuschreiten, aber wird das be-

schlossen, dann wird es möglich sein, diesem **Unwesen** zu steuern.

Graf **von Kanitz:** Als wir dieselbe Frage neulich beim Kommissionsgeschäft besprachen, hatten die Sachverständigen allerdings sich dahin geäußert, daß es schwer sei, eine Abhilfe zu schaffen. Es würde absolut an Hilfsmitteln fehlen, wodurch man den Kommissar verhindert, einen Strohmann anzugeben; es würde in der Hauptsache immer auf die Reellität des betreffenden Geschäftshauses ankommen.

Sachv. **Kämpf:** Darf ich mir die Gegenfrage erlauben, wer ist denn im Kommissionsgeschäft Strohmann?

Graf **von Kanitz:** Die Sache liegt so, daß nach § 376 der Kommissionär berechtigt ist, als Selbstkontrahent einzutreten. Es wurde der Wunsch ausgesprochen, es möchte der Kommissionär verpflichtet werden, jedesmal, wenn er von dem Recht des Selbsteintritts Gebrauch macht, dem Kommittenten davon Mittheilung zu machen, was natürlich für das ganze Geschäft von weittragender Bedeutung ist. Der Kommittent muß wissen, mit wem er das Geschäft macht, entweder mit dem Kommissionär, so daß dessen Vortheil sein Schade ist, oder mit einem anderen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir können diesen Punkt nun wohl verlassen.

Sachv. **von Guaita:** Im Großen und Ganzen halte ich das Maklerinstitut, wie es in Frankfurt besteht, für sehr nützlich. Es ist ja heute morgen ausführlich besprochen worden, in welcher Form es sich auch nach meiner Anschauung nach vortheilhaft von Berlin unterscheidet. Dazu kommt, daß sämmtliche Kurse gleichzeitig festgestellt werden, worin eine gewisse Garantie dafür liegt, daß diese Kurse wirklich entsprechende sind, denn die Herren kontroliren sich gegenseitig, und wie eben von Herrn Stadtrath Kämpf erwähnt wurde, wirkt auch die Oeffentlichkeit sehr bedeutend mit.

Ein Punkt, in dem wir uns von Berlin unterscheiden, ist der, daß in Frankfurt bereits die gewünschte Bestimmung besteht, wonach die Makler für die von ihnen vermittelten Geschäfte sich verbindlich machen oder Bürgschaft leisten dürfen. Die entgegenstehende Bestimmung ist aufgehoben, sie dürfen es in Frankfurt, und ferner besteht folgende Bestimmung:

> „Ist der Handelsmakler veranlaßt, Kapitalanlagen oder Geschäfte für eigene Rechnung zu machen, so muß er es dem anderen Kontrahenten vor dem Börsenabschluß anzeigen.“

Das ist also eine sehr nützliche und gute Bestimmung.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn ich Sie unterbrechen darf, hat die Nichtbeachtung dieser Bestimmung irgend welche nachtheiligen Folgen?

Sachv. **von Guaita:** Wir haben keine Nachtheile gehabt, nein!

Stellvertr. Vorsitzender: Ich meine, hat die Nichtbeachtung irgend welche zivilrechtliche Nachtheile? Ist dann das Geschäft etwa ungiltig?

Sachv. **von Guaita:** Nein, es ist vollkommen giltig.

Stellvertr. Vorsitzender: Welche Nachtheile knüpfen sich daran, wenn der Makler diese Bestimmung nicht beachtet?

Sachv. **von Guaita:** Es ist für den Kommittenten von großer Wichtigkeit, es mit einem Kommissionär zu thun zu haben, der bürgt. Dieser wird dann mit der größten Vorsicht Kontrahenten suchen.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie haben mich mißverstanden. In Frankfurt besteht die Bestimmung, daß bei eigenen Kapitalsanlagen der Makler verpflichtet ist, dem anderen Kontrahenten Mittheilung davon zu machen. Das hat einen ganz rationellen Grund, um dem Anderen zu sagen, hier handle ich im eigenen Namen; und ich frage nun, knüpfen sich irgend welche Nachtheile daran, wenn der Makler diese Bestimmung nicht beachtet?

Sachv. **von Guaita:** Ich verstehe. Ich kann nicht darüber urtheilen und nichts aussagen.

Stellvertr. Vorsitzender: Steht keine Strafe auf dem Nichtbefolgen dieser Bestimmung?

Sachv. **von Guaita:** Selbstverständlich, die Maklerordnung muß gehandhabt werden, und wenn es zur Kognition kommt, daß sie nicht geübt wird, würden wir den Makler bestrafen. Aber ich kenne keinen praktischen Fall.

Die Frage: ist auf strenge Befolgung des Verbotes von Handelsgeschäften für eigene Rechnung zu halten und ist dies mit Erfolg möglich? ist erledigt.

Es käme dann die Frage, ob mit Erfolg dem Institut der sogenannten Strohmänner entgegengewirkt werden kann. Es ist mir bedeutet worden, weil ich mich ausdrücklich danach erkundigte, daß das Institut der Strohmänner in Frankfurt nicht besteht, daß sie dort nicht vorkommen. Dann käme die Frage:

> „Muß nicht wenigstens darauf gehalten werden, daß die Makler sogleich die Namen der Kontrahenten in das Tagebuch und in die Schlußnote aufnehmen, anstatt sich die „Aufgabe" vorzubehalten?

Das geschieht in Frankfurt, sie tragen sofort ins Tagebuch Alles ein, was gehandelt wird. Bei Zeitgeschäften wissen sie nicht immer die Namen gleich, spätestens aber am zweiten Tag werden auch diese eingetragen.

Stellvertr. Vorsitzender: Bei Zeitgeschäften wissen Sie den Namen des Kontrahenten nicht sogleich, sondern erst spätestens am zweiten Tag. Gleichwohl sagten Sie, die Makler machen nicht für eigene Rechnung Geschäfte.

Sachv. **von Guaita:** Das dürfen sie nicht.

Stellvertr. Vorsitzender: Ist das Geschäft nun mit der Eintragung des Namens auch erst am zweiten Tage perfekt geworden?

Sachv. **von Guaita:** Das Geschäft ist sofort nach Ausführungsanzeige perfekt.

Stellvertr. Vorsitzender: Er hat sich die „Aufgabe" vorbehalten. Wenn er also keinen Gegenkontrahenten findet oder auch einen, der dem Kontrahenten nicht genehm ist, dann ist das Geschäft für Rechnung des Maklers abgeschlossen?

Sachv. **von Guaita:** Ich glaube nicht, daß das vorkommt. Es ist verboten, und wenn es zur direkten Kenntniß gelangt, daß es vorkommt, würden wir es bestrafen.

Im Allgemeinen ist in Frankfurt jedem Makler im Lauf des Nachmittags der betreffende zweite Gegenkontrahent bekannt, er theilt den Namen, aber nicht den ersten Tag dem Kontrahenten mit, sondern einen Tag darauf wird ihm erst die Note zugeschickt. Das geschieht wahrscheinlich in Folge Ueberhäufung mit Arbeit.

Stellvertr. Vorsitzender: Vorhin haben Sie gesagt, der Makler trete nicht als Selbstkontrahent ein.

Sachv. **von Guaita:** Nein, da bin ich falsch verstanden worden. Er tritt in Frankfurt gegenüber den beiden Parteien als Selbstkontrahent auf, aber das Geschäft muß erledigt werden, er darf nichts übrig behalten, sondern muß nach beiden Seiten hin seine Verpflichtungen zur Erledigung bringen, von dem einen kaufen und dem anderen liefern.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, ist es in Frankfurt trotz der verschiedenen gesetzlichen Bestimmungen genau so wie in Berlin. Namentlich bei Zeitgeschäften ist der Makler immer der einzige, der dem einen Kontrahenten gegenüber bekannt wird. Es wird auch in Frankfurt selten vorkommen, daß bei Termingeschäften der Auftraggeber des Maklers einen Schlußzettel von dem Makler bekommt, in dem der Name des Gegenkontrahenten steht. Thatsächlich ist es nun aber so, daß der Makler, wenn er auch formell und juristisch den beiden Kontrahenten gegenüber als Eigenkontrahent auftritt, doch immer mit einem anderen ein Geschäft abschließt, das ihn deckt, sodaß er materiell als Vermittler zwischen zwei Kontrahenten steht, wenn das auch formell nicht hervortritt.

Sachv. **von Gnaita:** Das ist nicht so selten, wie es angenommen wird, daß der Makler beide Kontrahenten aufgiebt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist mir gesagt worden, daß die Regel immer die Aufgabe des Gegenkontrahenten, die Aufgabe von sich selbst aber nur die Ausnahme sei. Für Berlin soll es früher so gewesen sein.

Sachv. **Kämpf:** Ich habe eine Zeit lang die Schlußscheine in meiner Bank kontrolirt und gefunden, daß in der überwiegenden Mehrzahl der Fälle sofort die Kontrahenten aufgeführt wurden.

Sachv. **von Wollenberg-Pachaly:** Was die Frage betrifft, ob das Maklergewerbe wieder in ein eigentliches Offizialgewerbe mit ausschließlichen öffentlichen Rechten und streng kontrolirten Pflichten zu verwandeln, oder ob das Gewerbe frei zu geben ist, so bin ich entschieden dagegen. Nur dafür wäre ich, daß uns eine größere Disziplinargewalt gegeben wird, als zur Stunde uns wirklich zu Theil geworden ist. Ich möchte das vielleicht in Verbindung bringen mit der am Vormittag erörterten Frage des Schiedsgerichts.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist ein Wunsch, der von den verschiedensten Seiten geäußert worden ist, die Disziplinargewalt zu verstärken. Herr Stadtrath Kämpf wird sich dieser Auffassung vielleicht auch anschließen?

Sachv. **Kämpf:** Gewiß!

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte zwei Fragen an Herrn Stadtrath Kämpf richten.

Also Artikel 69 soll aufgehoben werden. Wir operiren dabei immer mit einer Anweisung auf die künftige Disziplinargewalt. Da möchte ich ein ungefähres Bild haben von deren konkreter Ausgestaltung. Also ein Punkt ist ja angegeben worden, bezüglich dessen, wenn es möglich wäre, ein Einschreiten stattfinden soll, es soll ausdrücklich erklärt werden, daß die betreffenden Makler selbst das Geschäft übernommen haben.

Ist denn nun eine Ausgestaltung der Disziplinargewalt auch in dem Sinne möglich, daß in bestimmten Fristen, ich möchte sagen, auf Stichproben hin, die Maklerjournale eingesehen und revidirt werden, und auch nach dieser Richtung eine Prüfung stattfindet, ob nicht die Ausnahme zur Regel geworden ist, oder ob nicht ein leichtsinniges Uebernehmen von Geschäften oder eine leichtsinnige Auswahl von Gegenkontrahenten, für die man einzustehen übernommen, stattgefunden hat? Halten Sie das nicht innerhalb der Grenzen der Disziplinargewalt liegend, Herr Stadtrath?

Sachv. **Kämpf:** Ja, das halte ich sogar für ein nothwendiges Korrelat der ganzen Aenderung.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie nehmen die Frage nicht übel: weil vielfach die Meinung geäußert wird, daß die

hiesigen Aeltesten doch nicht in dem Maß, als es ihnen zusteht und als es nöthig und nützlich gewesen wäre, ihre Befugnisse wahrgenommen hätten, deshalb glaube ich, wird der Vorschlag, der dahin ginge, eine Erweiterung, ich muß sagen, im Sinne der größeren Freiheit der Makler zu befürworten, immer eine gewisse Reaktion natürlich hervorrufen, und man wird fragen: welches Korrektiv gegen Ausschreitungen liegt vor? Also ich meine, Sie denken an eine wirklich ernsthafte, energisch zu übende Disziplinargewalt.

Sachv. **Kämpf:** Gewiß, sie muß uns nur gegeben werden. Augenblicklich befinden wir uns den Maklern gegenüber ziemlich machtlos.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann möchte ich noch nach einer anderen Richtung eine Frage an Sie richten. Heute Vormittag ist von dem Postulat ausgegangen worden, daß der Kurs ein wirkliches Bild der abgeschlossenen Geschäfte geben soll. Nun werden aber eine ganze Reihe von Geschäften, zum Theil durch Selbsteintritt der Makler, abgeschlossen, die überhaupt bei der Feststellung des Kurses gar nicht zur Geltung kommen. Es ist geltend gemacht worden, daß gewisse Häuser, die verschiedene entgegengesetzte Aufträge bekommen, dieselben einfach ganz oder theilweise kompensiren, und zwar nicht bloß, wenn die Kurse gleiche sind, also die Geschäfte sich völlig neutralisiren, sondern auch bei verschiedenem Kurse, und daran ist die Forderung angeknüpft worden, daß jedes Börsenmitglied verpflichtet sein solle, alle Geschäfte die es überhaupt macht, oder wenigstens alle, die es an der Börse macht, behufs Feststellung der Kursnotiz anzugeben. Halten Sie die Voraussetzung, die darin liegt, für richtig, daß durch die Verschweigung dieser Geschäfte das Kursbild gefälscht würde?

Sachv. **Kämpf:** Nein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Und halten Sie die Konsequenz für möglich, daß ein derartiger Zwang zur Aufgabe der überhaupt an der Börse oder der überhaupt gemachten Geschäfte durchführbar wäre?

Sachv. **Kämpf:** Ich halte zunächst die Voraussetzung durchaus nicht für zutreffend. Die Frage ist mir indeß neu und ich bitte um Entschuldigung, wenn ich etwas langsamer in der Sache spreche. Es kommt vor, und der sogenannte Frankomarkt, der Markt der Pfuschmakler, basirt ja darauf, daß Geschäfte abgeschlossen werden nach der Notiz, die der vereidete Makler am Schluß der Börse festsetzen wird. Nehmen Sie z. B. an: in irgend einem Papier handeln 10 unvereidete Makler, sie kaufen von der einen Seite und verkaufen an die andere, vermitteln also und führen die Interessenten zusammen. Sie nehmen nur ganz geringe Courtage, viel weniger wie der vereidete Makler, und schließen die Geschäfte ab zu dem Kurse, wie ihn der vereidete Makler festsetzen wird.

Wenn nun Ihre Frage dahin geht: Würde der vom vereideten Makler resp. dem Börsenkommissar festzusetzende Kurs ein anderer sein, wenn auch diese von den nicht vereideten Maklern vermittelten Geschäfte bei der Kursfeststellung berücksichtigt werden müßten? — so ergiebt sich für mich allerdings sofort die Antwort: das kann ja auf den Kurs gar nicht einwirken, denn diese Geschäfte gleichen sich auch beim vereideten Makler aus, und nur, was dieser sonst zu thun hat, das Mehrangebot oder die Mehrnachfrage bestimmt schließlich den Kassakurs. Wie also diese Geschäfte, die, abgesehen vom vereideten Makler, vermittelt und abgeschlossen werden, zu einem Kurs, wie ihn der vereidete Makler festsetzt, auf den Kurs influiren sollen, ist mir unerfindlich.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich habe den Herrn Sachverständigen nicht ganz verstanden. Er hat davon gesprochen, daß durch das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs eine Reihe von Aufträgen dem Markt vorenthalten werden und daß diese

in Folge dessen auf die Kursfeststellung ohne Einfluß bleiben. Wenn also der Kommissionär den Auftrag hat, 1 Million Ostpreußische Südbahn zu kaufen oder zu verkaufen, und er giebt diesen Auftrag nicht an die Börse, sondern wartet ab, bis der Kurs festgestellt wird, und entscheidet sich dann erst, wie viel er abgeben oder nehmen will, so ist dann allerdings das Material nicht vollständig und die Kursnotirung fällt nicht so aus, wie sie ausfallen würde, wenn er den Auftrag von 1 Million an der Börse effektuiren würde. Das, glaube ich, sind vorzugsweise die Fälle, die Herr Präsident Wiener im Auge hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte die von anderer Seite geltend gemachten Bedenken hier etwas näher an dieser Frage präzisiren. Wenn Jemand einen Auftrag bekommt, zum Tageskurse oder „bestmöglich“ zu kaufen oder zu verkaufen, macht er dann an der Börse dem vereideten Makler ein Angebot zu einem bestimmten Preise oder wartet er ruhig, kommt überhaupt nicht damit an die Börse und wartet ab, bis ohne seine Mitwirkung der Kurs beim Kassageschäft festgestellt wird?

Sachv. **Kämpf:** Der Kommissionär giebt dem Makler den Auftrag, sowie er ihn bekommt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Also gar keine Zahlen, ich meine in Bezug auf den Kurs?

Sachv. **Kämpf:** Auch Limite. Habe ich den Auftrag „bestens“ zu kaufen, so gebe ich dem Makler den Auftrag „bestens“. Habe ich Limite, z. B. Preußische Konsols zu 106,80 oder 107, so gebe ich diese Limite dem Makler.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Also meines Erachtens kann sich das Bedenken, daß das Kursbild kein richtiges sei, nur auf solche Fälle beziehen, in denen ein fest limitirter Auftrag ertheilt ist, den ein Kommissionär für sich ausführt. Da wäre es möglich.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube nicht, daß es richtig ist, daß das Kommissionshaus in jedem Fall den Auftrag an den Makler weitergiebt, sondern wenn z. B. ein Bankhaus, das beauftragt wird, Ostpreußische Südbahn zu kaufen, diese Aktien selbst besitzt oder sie von einem Freunde bekommen kann, so giebt es das Geschäft nicht weiter, sondern wartet die Kursnotiz ab und rechnet das Geschäft mit dem Kommittenten erst auf Grund dieser Notiz ab.

Sachv. **Kämpf:** Zunächst kommt nur das Kassageschäft in Betracht. Der Fall mit der Ostpreußischen Südbahn ist nicht zutreffend, 1 Million davon lassen sich nicht per Kassa handeln. Ostpreußische Südbahnaktien gehören zu den Papieren, die aus den Gründen, welche ich gestern anführte, auf Zeit gehandelt werden. Nehmen wir irgend ein anderes Papier, der Name thut nichts zur Sache. Ich gebe meine Aufträge an den vereideten Makler weiter, die dahin lauten, so und so viel „bestens“ zu kaufen oder zu verkaufen.

Allerdings in dem Fall, wo ich gleichzeitig die nämlichen Summen zu kaufen und zu verkaufen habe, brauche ich nicht erst dem Makler die Aufträge zu geben, dann würde ich nur Courtage zahlen, während sich die Geschäfte bei mir kompensiren.

Nun kommen die Limiten. Ich habe Auftrag, Preußische Konsols zu 104,90 zu verkaufen, wünsche aber selbst zu diesem Kurse Konsols zu erwerben; zu einem höheren Kurse aber erscheint mir der Kauf für mich nicht vortheilhaft. Dann gebe ich dem Makler den Auftrag über 104,90, also zu 105 zu verkaufen, während ich die Konsols für mich behalte, wenn der Kurs 104,90 wird. Das ist der Eintritt als Selbstkontrahent. Ich könnte auch dem Makler auf der einen Seite den Auftrag geben, zu 104,90 zu verkaufen, und auf der andern Seite — für meine eigene Rechnung — zu 104,90 zu kaufen. Das ergiebt dasselbe Resultat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Geht der Kommissionär überhaupt in diesem Fall zum Makler? Muß er das?

Sachv. **Kämpf:** Ja, wohin soll er sonst gehen?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Frage ist die, ob er das Gehen an den Vermittler ganz unterläßt und einfach das Geschäft mit dem Kommittenten macht.

Sachv. **Kämpf:** Das kann er nicht, er weiß nicht, wie der Kurs ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das setzt voraus, „limitirt" heißt zu gleicher Zeit „bestens".

Sachv. **Kämpf:** „Limitirt" kann niemals heißen „bestens". Wenn Sie einen Auftrag haben, zu 104,90 zu verkaufen, und der Kurs wird dann 104,60, dann fällt dieser Auftrag aus, und der Kommissionär, von dem Sie annehmen, daß er in diesem Fall zu 104,90 dem Kommittenten gegenüber selbst eintreten wird, wäre der größte Thor. Dann fällt eben der Auftrag des Kommittenten aus, und der Kommissionär kauft die Konsols für sich zu 104,60 durch den Makler.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es kann doch auch der umgekehrte Fall eintreten. Wenn sie für diesen Preis zu haben ist, so sage ich, ich bin einverstanden, die Waare zu kaufen. Nun kann also doch der Kommissionär auch kaufen, selbst wenn an der Börse ein höherer Preis dafür zu erzielen wäre?

Sachv. **Kämpf:** Das würde doch ein Kaufmann niemals thun. Der Kaufmann hat das Interesse, so billig wie möglich zu kaufen und so theuer wie möglich zu verkaufen. Der Kommissionär wird dem Kommittenten gegenüber daher nicht zu höherem Preise eintreten als die Kursnotiz ist, und ebenso umgekehrt. Das schließt sich völlig aus.

Die einzige Frage ist, wie kann man und soll man dem Kommissionär, der selbst Besitzer von Papieren ist, verbieten, seine Papiere zu verkaufen? Wenn Sie ihm das nicht verbieten können, können Sie auch das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs meiner Ansicht nach nicht hindern.

Stellvertr. Vorsitzender: Auf diese Frage kommen wir noch bei dem Selbsteintrittsrecht.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Mir scheint das doch nicht aus den Aeußerungen des Herrn Sachverständigen hervorzugehen, daß man bei limitirten Aufträgen nicht annehmen könnte, daß das Nichtverbringen derartiger Aufträge an die Börse ohne jeden Einfluß auf die Kursbildung sei. Nehmen wir an, es wird einem Kommissionär der Auftrag gegeben, Konsols zu 104,80 zu kaufen. Dann kann er ja abwarten, wie sich der Kurs an der Börse, der Einheitskurs des Kassageschäftes, stellt, und wenn der Kurs erreicht wird oder überschritten wird, so berichtet er seinem Auftraggeber, daß der Auftrag ausgeführt ist. Er tritt als Selbstkontrahent ein zu dem Kassakurs.

Nun ist es aber möglich, daß der Kurs nicht erreicht wird, dann wird nach diesem Limitum natürlich nicht ausgeführt.

Wie wäre es nun, wenn diese Ordre, nehmen wir an, sie wäre etwas höher als der Kurs, der thatsächlich erreicht wird, an die Börse gekommen wäre. Ein derartiges neues Verkaufslimitum wird, wenn sehr viel Kaufordres „bestens" gegenüber stehen, doch die Wirkung haben, daß der Kurs in die Höhe geht.

Fehlen aber eine Reihe von Ordres mit hohen Verkaufslimiten, so haben sie keinen Einfluß auf die Festsetzung des Kurses, und er bleibt niedriger.

Ich meine, in diesen Fällen, wo der Kommissionär zum Zweck der Ausführung eines Auftrages durch Selbsteintritt die

Ordres zurückbehält, liegt doch ein gewisser Einfluß auf die Kursbildung vor, und ich bin mit dem Herrn Senatspräsidenten Wiener einverstanden, daß das der einzige Fall ist, von dem man sich denken kann, daß thatsächlich Einfluß auf die Kurse ausgeübt wird. Denn wenn nur Aufträge „bestens“ gegeben werden, gleichen sie sich aus.

Sachv. **Kämpf:** Wenn eine Anzahl von Kaufaufträgen vorliegt und die Verkaufsaufträge vom Kommissionär zurückgehalten werden, dann fehlt es an Material an der Börse und wird nothwendigerweise der Kurs sich steigern müssen. Nehmen Sie an, es sind an Kaufaufträgen Limite bis 104,60 da und eine Reihe von Bestensordres, und auf der anderen Seite Verkaufsaufträge bis 104,60. Jetzt müssen die Bestensordres irgendwie ausgeführt werden, der Makler muß Jemand suchen, der über 104,60 Konsols verkauft; er kommt vielleicht bis auf 104,90, bis er Einen findet, der ihm die Waare giebt. Dadurch paralysirt sich das Zurückhalten der Verkaufsaufträge vollständig, und der Kommissionär hat dem Kommittenten gegenüber nichts Unrechtes gethan, wenn er die Waare behält. Wird der Kurs nur 104,80, dann behält er ja nicht die Waare mit 104,90. Warum soll er dem Kommittenten 10 Pfennige mehr bezahlen, und dann fällt unter allen Umständen, auch wenn der Auftrag des Kommittenten nicht an den Makler gegeben ist, das Limitum zu 104,90 aus. In diesem Fall wird der Kommissionär die Waare nicht los, mag er sie dem Makler aufgegeben oder Selbstkontrahent haben sein wollen. Im ersteren Fall kann er den Auftrag nicht ausführen, weil keine Käufer zu 104,90 da sind; im zweiten Fall nimmt der Kommissionär die Waare nicht vom Kommittenten, weil er sie an der Börse vom Makler mit 104,80 bekommt.

Stellvertr. Vorsitzender: Damit hätten Sie sich über Frage 13 völlig geäußert.

Sachv. **Baer:** Ich habe den bisher gemachten Ausführungen nichts hinzuzufügen. Was diesen § 13 mit seinen Unterabtheilungen betrifft, so kann ich auch nur den Wunsch aussprechen, daß uns die Gewalt gegeben wird, disziplinarisch einzugreifen. Das kann nur gut wirken. Sonst habe ich spezielle Bemerkungen dazu nicht zu machen.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie wünschen weder die Freigabe des Maklergewerbes noch eine Aenderung in der Richtung, daß es zu einem Offizialgewerbe gemacht wird? Sie sind mit den gegenwärtigen Einrichtungen sonst zufrieden?

Sachv. **Baer:** Jawohl!

Sachv. **Munk:** Ich kann nur wiederholen, was ich Vormittags gesagt habe. Nach meinem Dafürhalten besteht ein Unterschied zwischen den Obliegenheiten und Verrichtungen des vereideten und nicht vereideten Maklers in keiner Weise. Die vereideten Makler haben zwar Pflichten, aber keine Rechte, abgesehen davon, daß sie ausschließlich befugt sind, Zwangsverkäufe vorzunehmen. Sonst im Uebrigen haben sie dieselben Befugnisse, wie die nicht vereideten Makler. Was ihre Pflichten anbetrifft, so liegt ihnen zwar nach Artikel 69 des Handelsgesetzbuchs eine Reihe von Obliegenheiten ob, aber, wie es offenkundig ist, werden sie nicht erfüllt. Die vereideten Makler haben also ganz die nämlichen Verrichtungen und erfüllen sie ganz in der gleichen Weise, wie die nicht vereideten. Der einzige Unterschied höchstens besteht darin, daß die vereideten bei der amtlichen Feststellung der Kurse mitwirken, die nicht vereideten nur mittelbar, indem sie ihrerseits eine Einwirkung auf die vereideten Makler üben.

Dieser Unterschied ist meines Erachtens aber absolut geringfügig.

Nach meinem Dafürhalten ist daraus die Folge zu ziehen, daß zwischen beiden eine Unterscheidung gar nicht gemacht werden sollte.

Die Frage kann nur die sein: was ist an die Stelle zu setzen? Und darauf antworte ich, das Maklergewerbe ist freizugeben, es würden nur gewisse Kauteten vorgesehen werden müssen, um zu verhindern, daß Leute hineinkommen in das Gewerbe, die unzuverlässig sind und schädlich wirken.

Nach dieser Richtung hin würde einmal in Aussicht genommen werden können die analoge Anwendung des § 35 der Gewerbeordnung für Hypothekenmakler, der vorsieht, daß das Gewerbe untersagt werden kann, wenn Thatsachen vorliegen, welche die Unzuverlässigkeit des Gewerbetreibenden in Bezug auf diesen Gewerbebetrieb ergeben. Es ist kein Grund, zwischen Hypotheken- und Börsenmaklern zu unterscheiden. Die Bedeutung des Maklergewerbes ist in dem einen Fall ganz die gleiche wie im anderen; und die Gefährlichkeit ebenso.

Ich würde also zunächst der Meinung sein, daß § 35 der Gewerbeordnung analog zur Anwendung gebracht werden könnte auf Börsenmakler. Ich gehe davon aus, daß das Gewerbe freigegeben werden kann.

Wenn erwähnt ist, daß das, im Grunde genommen, darauf hinauskommen müßte, daß einige Makler die ausschließliche Berechtigung hätten, wie es in Frankreich existirt, als Makler zu fungiren, so ist meines Erachtens hiergegen Vorsehung getroffen, wenn alle Makler die gleiche Berechtigung haben und Jedermann die gleiche Befugniß hat, das Gewerbe zu ergreifen, dann kann es zur Bildung einer Kulisse nicht kommen. Sodann würden alle Makler gleichmäßig mit jenen Obliegenheiten betraut werden müssen, welche Artikel 69 heute für die vereideten vorsieht. Um ihre Unparteilichkeit bei Feststellung der Kurse zu wahren, müßte es ihnen verboten werden, eigene Handelsgeschäfte zu machen.

Disziplinarbefugnisse dürften meines Erachtens dann aber auch den Börsenorganen anvertraut werden müssen bezüglich aller Makler, in gleicher Weise wie es heute bezüglich der vereideten der Fall ist. Artikel 9 des Preußischen Einführungsgesetzes zum Handelsgesetzbuch sieht bereits Strafen gegen die vereideten Makler vor, sieht auch vor, daß die Börsenorgane Disziplinarbefugniß haben. Aber in gleicher Weise müßte vorgesehen werden, daß die nicht vereideten Makler der Strafe des Artikel 9 unterliegen, und die Disziplinarbefugnisse, welche heute bezüglich der vereideten bestehen, auch auf die nicht vereideten ausgedehnt werden.

Dann würde die Folge sein, daß die Bildung einer Kulisse gänzlich ausgeschlossen ist, denn es würden alle Makler an der Börse zu erscheinen haben, und sie haben gar kein Interesse mehr, außerhalb zu weilen, wenn ihnen allen die Verpflichtung obliegt, eigene Geschäfte nicht zu machen. Dann müssen sie unparteiisch verfahren, und es würde höchstens die Schwierigkeit bestehen, daß der Börsenkommissar Schwierigkeiten haben könnte, mit einer so großen Zahl von Börsenmaklern den Kurs festzustellen. Allein ich glaube nicht, daß darin eine Unmöglichkeit liegt, denn man kann ebenso gut mit 80 wie mit 400 Menschen verkehren. Wenn heute bereits die nicht vereideten Makler ihren Einfluß geltend machen, so ist es ebenso gut möglich, daß der Börsenkommissar, wenn er die Makler zusammenruft, wenn nicht alle gleichzeitig sprechen — voraussichtlich hat einer oder der andere vorher mit den übrigen bereits Rücksprache genommen, dem die anderen zustimmen — auch wenn er 400 Menschen um sich sieht, die Kurse feststellen kann.

Der Einwurf bezüglich der großen Zahl der Papiere ist unerheblich, denn auch heutzutage wird nach der Berliner Börsenordnung der Kurs festgestellt nicht durch einen Kommissar bezüglich aller Papiere, sondern je einer hat es für mehrere zu thun. Im Ganzen wird es so bleiben wie heute, daß nicht jeder Börsenmakler mit allen Dingen handelt, sondern jeder eine bestimmte Kundschaft bezüglich bestimmter Papiere hat.

Heute liegt das Mißliche meines Erachtens insbesondere darin, daß die nichtvereidigten Makler Geschäfte persönlich auf

ihre Namen beziehungsweise die hinter ihnen stehenden Maklerbanken machen und persönlich dabei interessirt sind, während die Geschäfte, die sie machen und annehmen, gleichzeitig mitwirken bei der Feststellung des Kurses. Das ist ein Verfahren, das durchaus nicht geduldet werden darf, wenn man die Absicht hat, eine richtige und sachgemäße Feststellung der Kurse herbeizuführen.

Nach meiner Auffassung müßte vorgesehen werden, daß Jeder das Recht hat, Börsenmakler zu werden, Jeder aber gleichzeitig die Verpflichtung hat, die heute der vereidete Makler hat, also daß Artikel 69 auf alle Anwendung findet. Ich will gleichzeitig, um Artikel 69 faktisch anwendbar zu machen, — weil nach dem, was ich sonst erfahren habe, es in der That Schwierigkeiten haben dürfte für die Makler, Geschäfte ausschließlich mit Dritten zu machen, und es möglicherweise praktisch zweckmäßig und geboten sein dürfte, ihnen die Geschäfte mit Aufgabe zu gestatten, diese Ausnahme in das Gesetz aufnehmen, aber gleichzeitig Vorkehrungen treffen, daß dies aufs äußerste Maß beschränkt wird, also daß gleichzeitig die anderen Kontrahenten nicht bloß, wie es an der Berliner Börse besteht, das Recht haben, Zwangsregulirung vorzunehmen am anderen Tage, sondern die Verpflichtung, widrigenfalls das Geschäft als aufgehoben angesehen werden soll. Ferner muß Vorkehrung getroffen werden, daß alle Geschäfte, bei denen der Makler persönlich betheiligt ist, bei der Feststellung der Kurse keine Berücksichtigung finden dürfen und der Makler verpflichtet ist, dafür zu sorgen, daß Geschäfte mit Aufgabe keine Berücksichtigung finden, so lange nicht die Aufgabe vertragsmäßig erledigt ist, und ebenso die Verpflichtung, die Mitwirkung zu versagen bei Geschäften, welche lediglich zum Schein geschlossen sind, beziehungsweise denjenigen, welche als Spielgeschäfte zu charakterisiren sind.

Ich würde ihnen auch die Verpflichtung auferlegen, dafür zu sorgen, daß solche Schein- beziehungsweise Spielgeschäfte bei Feststellung der Kurse keine Berücksichtigung finden dürfen. Dann, wenn man diese Verpflichtung auferlegt — sie ist erfüllbar meines Erachtens —, wird die Richtigkeit der Kurse nach Möglichkeit gewährleistet werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte Herrn Stadtrath Kämpf fragen, ob er geneigt sein möchte, zu diesen Anregungen Stellung zu nehmen.

Sachv. **Kämpf:** Ich kann mich nur zu einem Theil derselben äußern, sonst müßte ich bitten, daß spezielle Fragen vorgelegt würden.

Nur auf eins möchte ich aufmerksam machen. Der Unterschied, den der Herr Sachverständige zwischen vereideten und nicht vereideten Maklern macht, trifft doch nicht ganz zu. Abgesehen von den vereideten Maklern vollzieht sich das Geschäft an der Berliner Börse fast vollständig in der Form des Propregeschäfts.

Was Sie nicht vereidete Makler nennen, sind meistens gar keine Makler, es sind Proprehändler, Sie haben als wirkliche Vermittler nur die vereideten Makler. Daneben giebt es allerdings jene Makler auf dem Franko-Markt, die den vereideten Maklern die Bestens-Ordres vorwegnehmen, und zwar für einen geringen Theil der Courtage. Alles Uebrige aber sind Proprehändler und Sie müssen danach die ganze Börse, abgesehen von den Kommissionshäusern, zu denjenigen Personen zählen, die Sie zum Kursmachen zulassen wollen, die Sie zu Börsenmaklern machen wollen, wie Herr Munk sie schilderte.

Nun glaube ich, wenn Sie die vereideten Makler abschaffen und dieses System einführen, dann wird das Erste sein, sich wieder nach Vertrauenspersonen umzusehen, auf deren Angaben Sie sich bei der Kursfeststellung verlassen können, Sie würden, nachdem Sie die vereideten Makler in der jetzigen Form abgeschafft haben, sie in veränderter sofort wieder einführen, denn für die 1300 Papiere, die wir an der Börse

haben, können die Kurse nicht festgestellt und nicht kontrolirt werden durch die Gesammtheit der Personen, die an der Börse sind, das müssen Sie auf gewisse Personen übertragen, denen müssen Sie gewisse Rechte einräumen und gewisse Befugnisse geben. Deshalb ist die Hauptsache die, daß der vereidete Makler nicht so sehr streng an die gesetzlichen Bestimmungen gebunden wird, wie es augenblicklich der Fall ist. Wenn wir dahin kommen, daß nur wirklich vertrauenswerthe Personen zu Maklern bestellt werden, dann ist meiner Ansicht nach die ganze Frage gelöst. Dann werden alle Zweifel und Mängel, die ihnen jetzt anhaften, allmählich schwinden. Aber, wie gesagt, diese Klassifizirung des Herrn Munk entspricht den Thatsachen nicht, und deswegen kann ich darauf ein System nicht aufbauen.

Sachv. **Munk:** Ich möchte mir die Frage erlauben, ob Herr Stadtrath Kämpf diejenigen Personen, welche als Angestellte der Maklerbanken handeln, als Proprehändler oder als Makler ansieht.

Sachv. **Kämpf:** Das sind Proprehändler.

Sachv. **Munk:** Nun, im Erfolg wohl, das muß ich zugeben. Aber mit derselben Berechtigung wie die vereideten Makler, wenn sie mit Aufgabe handeln, als Proprehändler anzusehen sind. Der eigentliche Zweck ist doch nicht der Proprehandel, sondern man hat die Absicht, das Geschäft an derselben Börse möglichst los zu werden. Das ist in der That dasselbe, was die vereideten Makler thun, bloß daß die nicht vereideten eben größere Freiheit haben, dem Artikel 69 nicht unterworfen sind und hinter sich die Maklerbanken haben. Sie genießen deren ganzen Kredit und dürfen auf diesen hin zunächst handeln, aber allerdings mit der Absicht, dadurch, daß sie eine Aufgabe machen, sich zu befreien, und sobald diese erledigt ist, scheidet die Maklerbank aus aus der Verpflichtung. Ist das nicht so?

Sachv. **Kämpf:** Ja, das ist so. Die Agenten der Maklerbanken handeln für eigene Rechnung, sie haben das große Vertrauen der Maklerbank und die Sicherheit hinter sich, daß die Bank für sie eintritt. In Folge dessen haben sie an der Börse Kredit, sie können Geschäfte in unbeschränktem Umfange machen, weil die Maklerbanken nach ihrer ganzen Organisation unbeschränkten Kredit genießen.

Nichtsdestoweniger bleiben sie Proprehändler, und durch den Umstand, daß sie die Bank hinter sich haben, werden sie vielleicht zu weit größeren Engagements veranlaßt als sonst.

Allein der vereidete Makler hat ein ganz anderes Feld, er kann gar nicht in so großen Summen handeln wie der Agent der Maklerbanken. Wenn ein vereideter Makler seine eigene Aufgabe macht, so überlegen wir uns genau, ob der vereidete Makler, der vielleicht 50- bis 100 000 Mark Vermögen hat, so große Engagements eingehen kann wie der Agent einer Maklerbank, für den die Bank haftet.

Sachv. **Munk:** Das betrifft nur den Umfang der Geschäfte, in der Natur der Geschäfte selbst ist keine Verschiedenheit zu beobachten. Wenn der vereidete Makler ein Mann mit einem Vermögen von 5 Millionen Mark ist, so wird er voraussichtlich ebenso viel Kredit genießen wie der Agent der Maklerbank. Es giebt auch Maklerbanken, die nicht Aktiengesellschaften sind, Privatpersonen, die auch einen sehr bedeutenden Kredit genießen. Und wenn zufällig ein vereideter Makler Vermögen besitzt, so wird er ganz eben dieselben Geschäfte machen können, wie der andere, und wenn man die Unterscheidung macht zwischen Proprehandel und anderem, so ist das doch immerhin rechtlich ganz dasselbe, der nicht vereidete Makler handelt auch nur selbst, indem er mit Aufgabe handelt. Der Zweck aber ist ein anderer. Der nicht vereidete Makler will nur vermitteln, er will nur vorübergehend eintreten. Die Maklerbanken haben nicht die Absicht zu spekuliren, sondern

Provisionen zu verdienen. Ebenso tritt der vereidete Makler nur zwangsweise ein, weil es die Geschäfte so mit sich bringen, und deshalb übernimmt er vorübergehend Verpflichtungen.

Sachv. **Kämpf:** Darauf möchte ich antworten, die Maklerbanken als solche scheiden ganz aus, sie machen gar keine Geschäfte, sie beziehen dafür, daß sie für die Agenten eintreten, einen Theil der Courtage, die die Agenten machen.

Nun sind die Maklerbankagenten nichts weiter als Proprehändler, die sich noch Courtage zahlen lassen, und es ist ein großer Unterschied zwischen solchen Agenten und den vereideten Maklern. Ich kann nur wiederholen, der vereidete Makler kann durch die Art des Geschäfts einmal zum Selbsteintritt gezwungen werden, aber beim Agenten ist das, ich will das nicht als Vorwurf aussprechen, absolut ohne Schranken. Den Maklerbankagenten können Sie mit dem vereideten Makler gar nicht vergleichen, er macht sehr große Geschäfte, mit Rücksicht darauf, daß hinter ihm eine potente Bank steht, die seine Aufgaben unter allen Umständen garantirt. Auch darin besteht ein sehr großer Unterschied. Die vereideten Makler sind Personen, die man sich auswählt, weil man Vertrauen zu ihnen hat, während bei dem Maklerbankagenten die Kaution, die er stellt, eine sehr große Rolle spielt. Die Maklerbank läßt die Agenten handeln, bis die Kaution erschöpft ist, manchmal in besonderen Fällen auch länger, aber in der Regel nur, bis diese erschöpft ist. Das giebt an und für sich schon ein ganz anderes Bild.

Sachv. **Munk:** Proprehandel beim Terminhandel besteht meines Erachtens darin, daß Jemand auf bestimmte Zeit hin kauft oder verkauft und sich zur Lieferung oder Abnahme verpflichtet. Der Agent, der im Namen der Maklerbank kontrahirt mit Vorbehalt der Aufgabe, hat die Absicht gar nicht, Verpflichtungen für die Zukunft einzugehen, sondern thut das doch nur vorübergehend, ersatzweise, weil er'a eben augenblicklich nicht anders kann. Er will demjenigen, mit dem er augenblicklich kontrahirt, zunächst Gegenkontrahent sein, aber nicht, um die Verpflichtung wirklich zu übernehmen, sondern es soll ein Anderer statt seiner eintreten, und ich kann deshalb anerkennen, daß ein Unterschied besteht, aber der liegt in der Form, materiell ist es keiner. Es kommt auf den materiellen Zweck des Geschäfts an, aber nicht auf die äußere Form.

Stellvertr. Vorsitzender: Anscheinend können sich die Herren Sachverständigen über diesen Punkt nicht verständigen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn ich überhaupt an dem Artikel 69 Ziffer 1 rüttle, sei es am Schluß, sei es darüber hinaus, so würde ich sehr geneigt sein, ihn aufzuheben und alles Uebrige disziplinarisch abzumachen.

Wenn ich, abgesehen von dieser Differenz mit Herrn Munk, der den Artikel 69 bestehen lassen will, während ich ihn ganz oder theilweise beseitigen möchte, sein Gutachten prüfe, so mißverstehe ich ihn also doch nicht, wenn ich annehme, es soll Jeder, der an der Börse vermittelt, im Wege einer gezwungenen Arbeitstheilung eben nur vermitteln. Nicht wahr?

Sachv. **Munk:** Ganz so!

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Der Herr Stadtrath Kämpf will diejenigen Bedingungen, die er an sich als disziplinarisch zu geben und zu handhaben voraussetzt, beschränkt wissen auf die sogenannten Kurs-notirenden Makler.

Ich meine, das ist wohl der Gedanke, die anderen will er nach dieser Richtung hin frei lassen. Nun fragt es sich also, Herr Landgerichtsrath Munk, was heißt das „Kurs notirende Makler"? Davon gehen Sie aus, daß nun alle die Makler, die Sie in der Folge unter die Disziplinargewalt stellen wollen, also alle Börsenvermittler, daß die alle bei der wirklichen Kursfeststellung mitwirken sollen. Da ist Ihnen allerdings entgegengehalten worden, daß das kaum in einer

anderen Weise geschehen könnte, als im Wege einer Theilung nach Papieren.

Nun käme aber die zweite Frage. Sie wollen natürlich auch, daß alle diese Vermittler eben nur Vermittler sein dürfen, aber berechtigt sind, bei der Aufgabe der Kurse, die also die Kursfeststellung zur Folge hat, mit ihren Geschäften in Betracht zu kommen, so daß alle Aufträge, die diese bekommen, amtliches Material für die Kursfeststellung sind?

Sachv. **Munk:** Mit der Einschränkung „unter Vorbehalt der Aufgabe“ müssen sie berücksichtigt werden, sobald eine Aufgabe kontraktmäßig erfüllt ist. Vorher muß es ausgeschlossen werden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich meine, Sie wollen das Material nicht beschränken auf die bloßen sogenannten vereideten Makler, also Jeder, der in der Beziehung Vermittler ist, darf seine Aufträge mit Anspruch auf Beachtung mit aufgeben. Herr Stadtrath Kämpf dagegen will den bisherigen Zustand bestehen lassen und nur Aufträge an den vereideten Makler zur Notirung zulassen.

Nun komme ich zurück auf das, was ich früher andeutete, sollte nicht diese Auffassung bei der Praxis an großen Börsen, wie hier in Berlin, schließlich auf dasselbe hinauslaufen: daß, wenn man einmal anfängt, zu theilen und die Papiere den einzelnen Maklern zuzuweisen, thatsächlich doch nur diejenigen Leute Aufträge bekommen, denen die betreffenden Papiere zugewiesen sind, und ob nicht das Ganze schließlich darauf hinausläuft, daß Sie für die einzelnen Berücksichtigungen von aufgegebenen Kursen und für das Faktum der Kursfeststellung ein etwas breiteres Material wollen, als das bisher im Augenblick der Fall ist?

Darauf läuft immer meines Erachtens die ganze Sache hinaus. Sie wollen also mehr Makler haben, und zwar für einzelne Papiere oder, wie ich mir schon früher anzudeuten erlaubte, vielleicht nicht diese strenge Geschlossenheit, wonach die Leute aus der einen Gruppe bei der Aufgabe von Angebot und Nachfrage, oder bei der Feststellung der Kurse, sich nicht bei der anderen Gruppe betheiligen können. Nun kommt es also darauf an, ob Ihr Prinzip bei den Verhältnissen einer großen Börse einen anderen Zustand herbeiführen würde, als er jetzt ist. Auf eine Arbeitstheilung hinzuwirken, ist gewiß ersprießlich. Ich glaube, Sie sagten, Jeder, der an der Börse vermittelt, soll nur vermitteln. Das ist offenbar ein ganz gesunder Gedanke, aber es fragt sich, ob er ausführbar ist.

Sachv. **Munk:** Was an der großen Börse in London üblich und möglich ist, sollte meines Erachtens auch in Berlin möglich sein. Mein Wunsch geht darauf hinaus, daß nur eine Klasse von Maklern geschaffen werde.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich meine, thatsächlich kommt es darauf hinaus. Ich verstehe Ihren Wunsch vollkommen.

Sachv. **Munk:** Meine Absicht geht darauf: wer die gleichen Rechte hat, soll gleiche Pflichten haben, und zwischen denjenigen, die als Vermittler fungiren, soll kein Unterschied stattfinden, ob sie vereidet oder nicht vereidet sind. Sie sollen entweder vermitteln und Makler sein oder Propregeschäfte machen und Kaufleute sein, beides verträgt sich nicht mit einander.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir können nunmehr wohl zu Frage 14 übergehen:

> „Haben sich aus der Existenz und dem Betrieb der sogenannten Maklerbanken gemeinschädliche Uebelstände ergeben, und wie ist denselben eventuell zu begegnen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich kenne das nicht. Wir haben keine Maklerbanken in Breslau.

Sachv. **Kämpf:** Ich glaube nicht, daß die Maklerbanken die Spekulation an der Börse befördern.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist bei früheren Verhandlungen auf ein Bedenken aufmerksam gemacht worden, das darin besteht, daß Direktoren von Banken oder auch Privatbankiers, Mitglieder des Aufsichtsrathes von Maklerbanken sind und als solche, wenn sie ihre gesetzlichen Rechte wahrnehmen und ihre Pflichten erfüllen, Einblick in die gesammten Engagements gewinnen, und daß das als ein großer Uebelstand empfunden wurde. Thatsächlich liegen die Verhältnisse so, und es ist uns das auch von mehreren Sachverständigen bestätigt, die früher Mitglieder des Aufsichtsrathes von Maklerbanken gewesen sind, daß sie, wenn sie sich um die Geschäfte der Maklerbank bekümmern, Einblick gewinnen müssen in die gesammten Engagements. Erblicken Sie darin nicht ein Bedenken gegen die Existenz dieser Banken?

Sachv. **Kämpf:** Ich bin selbst Mitglied des Aufsichtsraths des Börsenhandelsvereins. Wir thun unsere Pflicht und Schuldigkeit, indem wir Listen aufstellen und bestimmen, wie viel Engagements mit jeder einzelnen Firma eingegangen werden dürfen. Innerhalb dieser Grenzen müssen sich die Direktoren halten. Ich weiß von den einzelnen Firmen nicht, in welchen Papieren sie Engagements haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber das Aktiengesetz legt dem Aufsichtsrath eine gewisse Verpflichtung auf, und der hat die Geschäftsführung der Direktoren zu prüfen. Können Sie nun also sich anders die Ueberzeugung verschaffen, ob die Direktoren die Anweisungen des Aufsichtsraths innehalten, als durch Einsichtnahme in die Bücher?

Sachv. **Kämpf:** Wenn man diese Einsicht nimmt, so wird man nicht den Direktor einer anderen Bank dazu anstellen, sondern andere Personen aus dem Aufsichtsrath, die die Kontrole übernehmen können.

Graf **von Kanitz:** Es ist mir sehr erfreulich, den Herrn Sachverständigen als Mitglied des Aufsichtsraths des hiesigen Börsenhandelsvereins begrüßen zu können. Er wird mir wohl über einige Punkte genau Auskunft geben können, welche mir vorhin entgangen sind, als ein kurzer Vortrag über diese Maklerbanken gehalten wurde. Meines Erachtens hat der Herr Sachverständige mit großem Recht einen scharfen Unterschied gezogen zwischen der Maklerbank und ihren Agenten einerseits und andererseits den vereidigten Maklern; von Rechts wegen hätten beide mit einander nichts zu thun, und meines Wissens hat sich auch das Aufsichtspersonal der Maklerbank aus den vereideten Maklern rekrutirt, aber nur in der Weise, daß die vereideten Makler ihrer Stellung vollkommen entsagen und mit festem Gehalt in die Maklerbank eintreten, also ihre Stellung als vereidete Makler vollkommen fahren lassen. Diese Trennung muß nach meiner Ansicht mit voller Schärfe aufrecht erhalten werden, namentlich mit Rücksicht auf den Punkt, daß die Maklerbank bei Feststellung der täglichen Kurse mitzuwirken hat.

Ein anderer Punkt aber, den der Herr Sachverständige vorher berührt hat, bedarf der Aufklärung. Die Maklerbank, sagt er, mache keine Geschäfte für eigene Rechnung, sie übernehme nur das Delcredere für andere Parteien. Der Geschäftsverkehr ist doch der, daß die Maklerbank ihre besonderen Agenten hat. Der Agent sucht sich den Kontrahenten aus, mit dem er ein Geschäft zu machen sucht. Findet er einen Gegenkontrahenten, dann ist die Sache abgemacht; findet er keinen, dann tritt die Maklerbank ein. Daraus folgere ich, daß es doch Fälle giebt und geben muß, in denen die Maklerbank für eigene Rechnung Geschäfte macht. Ich wüßte auch nicht, wo sie sonst die Dividende herbekommen sollten. Die Maklerbank hat eine Dividende von 14 bis 15 Prozent vertheilt. Der Börsen-

handelsverein, an dessen Spitze der Herr Sachverständige steht, hat eine Dividende von beinahe 15 Prozent vertheilt. Ist das richtig oder nicht?

Sachv. **Kämpf:** Ganz gewiß, aber das ist doch kein Verbrechen.

(Große Heiterkeit.)

Graf **von Kanitz:** Nein, das meine ich auch nicht.

Sachv. **Kämpf:** Pardon, dann habe ich Sie mißverstanden.

Graf **von Kanitz:** Ein Verbrechen ist es nicht, aber es ist mir nicht recht verständlich, wie Sie hohe Dividenden vertheilen können, wenn Sie nicht Geschäfte auf eigene Rechnung machen. Die kleine Courtage würde nicht ausreichen, eine solche Dividende zu zahlen, es müßte denn das Kapital ein sehr geringes sein. Ich will keine indiskrete Frage an den Herrn Sachverständigen richten, aber ich möchte doch glauben, daß seine bisherige Ausführung, die Maklerbank mache keine Geschäfte für eigene Rechnung, doch einer gewissen Einschränkung fähig ist, daß unter Umständen also Fälle eintreten können, in denen die Maklerbank für eigene Rechnung Geschäfte machen muß, wenn der Agent keinen Gegenkontrahenten findet. Zu dem Punkt, den ich vorher berührt habe, daß der Herr Sachverständige mit Recht eine scharfe Trennung gezogen hat zwischen der Maklerbank und andererseits den vereideten Maklern, möchte ich fragen, ob die Maklerbank und namentlich der Börsenhandelsverein sich vollständig passiv verhält bei Feststellung des täglichen Kurses. Hier in Geschäftskreisen wird davon gesprochen und darüber geklagt, daß die Maklerbank mit ihrem sehr großen Gewicht und Kapital nach der einen oder anderen Seite die Kursnotirung beeinflußt. Ist das richtig oder nicht? Sind diese Klagen berechtigt oder sind sie ohne Weiteres von der Hand zu weisen? Ich möchte um Auskunft darüber bitten; eine gewisse Gefahr liegt darin, wenn der Geschäftsverkehr, wie ich höre, derart ist, daß die Bank erklärt, wir nehmen Engagements zu dem und dem festen Preise, und der Agent das Recht hat, sich nun den Kontrahenten, mit dem er abschließt, auszusuchen. Findet er keinen Gegenkontrahenten, so muß die Bank eintreten. Dann ist die Bank selbst an den Kursen interessirt, sie hat ein Interesse an Kauf und Verkauf. Es liegt ihr daran, daß die Kurse in dieser oder jener Höhe ausfallen. Nun möchte ich gern wissen, ob die verschiedenen Klagen darüber begründet sind oder nicht, ob die Maklerbank an der hiesigen Börse und der Börsenhandelsverein eine gewisse Einwirkung auf die Notirung hat.

Sachv. **Kämpf:** Was zunächst die eine Frage anlangt, so steht in jedem Börsenhandbuch, daß der Börsenhandelsverein 3 Millionen Kapital und 400 bis 450 Tausend Mark Reserve hat. Ich kann bestätigen, daß der Börsenhandelsverein niemals Geschäfte für eigene Rechnung macht und daß er sich lediglich darauf beschränkt, für die Engagements der Agenten einzutreten. Dafür bekommt er einen Theil der Courtage. Da er nun eine große Anzahl von Agenten hat, so reicht das hin, eine hübsche Dividende zu zahlen.

Was den zweiten Punkt anlangt, so ist es ein Irrthum, daß nur die Kurse, zu welchen die vereideten Makler vermittelt haben, zu notiren sind. Wenn dem Börsenkommissar glaubhaft nachgewiesen wird, daß von anderen Personen an der Börse reelle Geschäfte zu einem anderen Kurse abgeschlossen sind, so kann der Börsenkommissar auch diese Kurse zur Notiz bringen. Was den Vorfall anlangt, auf den Herr Graf Kanitz angespielt hat, so verhält es sich folgendermaßen: Bei Zeitgeschäften ist das Hauptmoment die Feststellung des ersten Kurses; denn zum ersten Kurs müssen die Aufträge ausgeführt werden, welche bis zu diesem Zeitpunkt in die Hände des Kommissionärs gelangt sind. Die Feststellung des

ersten Kurses findet durch die vereideten Makler statt, selbstverständlich unter Berücksichtigung alles dessen, was auch ohne die vereideten Makler geschieht. Der Makler kann den Kurs nicht festsetzen lediglich nach den Aufträgen, die sich zufällig bei ihm gesammelt haben, sondern er muß seinen Kurs in Einklang bringen mit dem Kurs der Allgemeinheit. Da sind auf jedem Markt Personen, die bedeutende Aufträge ebenfalls zum ersten Kurs haben. Wenn z. B. der Börsenhandelsverein ein bedeutendes Geschäft in österreichischen Kreditaktien oder Staatsbahnaktien macht und bedeutende Aufträge bekommt, so muß er selbstverständlich auch bei Festsetzung der Kurse berücksichtigt werden, sonst würde die Kursfeststellung nicht richtig werden. Daß ein vereideter Makler Direktor einer Maklerbank wird, kann richtig sein, aber nur dann, wenn er sein Amt vorher niedergelegt hat. Daran kann ihn Niemand verhindern.

Graf **von Kanitz:** Da haben Sie mich falsch verstanden. Ich habe gesagt, daß Sie mit vollem Recht eine scharfe Trennung gezogen haben, einerseits zwischen der Maklerbank und andererseits zwischen den vereideten Maklern. Da die Kurse nur durch die vereidigten Makler unter Leitung eines Börsenkommissars festgestellt werden sollen, so folgt daraus, daß die Maklerbank und ihre Agenten absolut unbetheiligt sein sollen bei Feststellung der Kurse.

Sachv. **Kämpf:** Das ist vollständig richtig, aber bei der Kursfeststellung müssen auch alle Geschäfte berücksichtigt werden, die von irgend Jemand anders gemacht sind. Wenn der vereidigte Makler nicht aufgepaßt und seinen Kurs 2 Prozent abweichend notirt hat von dem, was im freien Verkehr gehandelt ist, so sind wir dagegen eingeschritten. Das ist direkte Vorschrift des Aeltestenkollegiums, daß man auf den freien Verkehr Rücksicht nimmt. Der Kurs darf nicht so gemacht werden, daß man sich auf irgend einen Archimedespunkt außerhalb der Börse stellt.

Graf **von Kanitz:** Dann bedauere ich, daß der Herr Sachverständige heute früh nicht da war, als wir die Notirung besprachen. Man war der Ansicht, daß nur diejenigen Kurse zur Notirung kommen, welche aus Geschäften resultiren, welche von vereidigten Maklern selbst vermittelt worden sind, eventuell müssen die nicht vereidigten den vereidigten ihre Geschäfte angeben, damit sie berücksichtigt werden. Der vereidete Makler muß doch die vermittelten Geschäfte in sein Notizbuch eintragen; denn der Börsenkommissar ist bei Feststellung des Kurses unter Umständen verpflichtet, durch Einsichtnahme in das Notizbuch sich die Ueberzeugung zu verschaffen, daß der Kurs wirklich gehandelt ist. Ich komme daher immer auf die Frage zurück, wie es sich mit der Börsenordnung vereinigen läßt, welche vorschreibt, daß nur die vereideten Makler unter Leitung des Börsenkommissars die Kurse feststellen dürfen, daß auch die Maklerbank, welche nach der eigenen Ausführung des Herrn Sachverständigen absolut getrennt ist von den vereideten Maklern, eine gewisse Einwirkung auf die tägliche Feststellung der Kurse ausübt. Das hat der Herr Sachverständige auch zugegeben. Er sagt: der vereidete Makler hat nicht bloß diejenigen Geschäfte zu notiren, welche unter seiner Vermittlung abgeschlossen sind, sondern er muß auch Rücksicht nehmen auf die anderen. So wäre also doch ein gewisser Einfluß der Agenten der Maklerbank möglich.

Stellvertr. Vorsitzender: Es kann gar nicht bezweifelt werden, daß die vereideten Makler verpflichtet sind, sich über die Lage des Geschäfts zu informiren und alle ihre sonstigen Kenntnisse von der Lage des Geschäfts bei der Kursfeststellung zu verwerthen, und daß es sehr wohl vorkommen kann, daß Geschäfte von großem Umfange, die auf dem Privatmarkt abgeschlossen sind, eine Berücksichtigung bei der Kursnotirung verlangen können. Irrelevant ist es in diesem Fall, ob es Angestellte der Maklerbank oder andere Börsenbesucher sind, die

solche Geschäfte auf dem Privatmarkt abgeschlossen haben; sie würden jedenfalls, eventuell durch Vermittlung des Börsenkommissars, die Berücksichtigung ihrer Geschäfte bei der Kursnotirung verlangen können. Das ist absolut nothwendig mit Rücksicht darauf, daß die vereideten Makler nur einen geringen Theil des Geschäfts vermitteln und in Folge dessen die Notirung ein unvollständiges und unrichtiges Bild ergeben würde, wenn nur der Theil der Geschäfte, der amtlich zur Kenntniß der vereidigten Makler kommt, bei der Kursnotirung berücksichtigt würde. Es ist als Abhilfe hiergegen in die Börsenordnung gerade die Bestimmung aufgenommen, daß die Makler verpflichtet sind, die auf dem Privatmarkt vorkommenden Geschäfte zu berücksichtigen, daß eventuell der Börsenkommissar das Recht und die Pflicht hat, sich über die Lage des Geschäfts zu informiren und darauf hinzuwirken, daß nicht bloß die von den vereideten Maklern abgeschlossenen Geschäfte, sondern auch die auf dem Privatmarkte abgeschlossenen bei der Kursnotirung berücksichtigt werden. Das mag heute früh mißverstanden sein, aber thatsächlich liegen die Verhältnisse ja nach Lage der gegenwärtigen Bestimmungen, wie ich ausgeführt habe. Ist das nicht richtig?

Sachv. **Kämpf:** Vollständig!

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte bloß noch einen Punkt zur Aufklärung bringen, den Herr Landgerichtsrath Munk angeregt hat. Herr Munk hat sich heute Morgen auf § 18 der Börsenordnung berufen und als Uebelstand des Verfahrens hervorgehoben, daß bei sogenannten nichtamtlichen Kurse nicht das Verfahren stattfände, daß der Kurs unter Prüfung eines Börsenkommissars vorgenommen wird, sondern daß es hier einfach genügt, wenn die vereideten Makler dem Börsenkommissar ihre Kursansage übergeben. Ich möchte Herrn Kämpf doch bitten, nachdem er § 18 sich vergegenwärtigt hat, sich zu äußern. Allerdings heißt es da: die nichtamtlichen Notirungen werden nicht durch den Börsenkommissar festgestellt. Nicht vereidete Makler haben ihre Kursansagen behufs Niederlegung in der Kursregistratur zu übergeben. Ist das richtig?

Sachv. **Kämpf:** Das ist vollständig richtig!

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es sind doch immerhin sehr viele Papiere, welche bei der Kursfeststellung nicht amtlich notirt werden.

Sachv. **Kämpf:** Wenn unter „nicht amtlich“ verstanden wird die geringe Anzahl von Papieren, die unter dem Strich auf dem offiziellen Kurszettel notirt werden —

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das sind diejenigen Effekten, bei denen nicht ein erheblicher Handel nachgewiesen ist.

Sachv. **Kämpf:** Oder bezüglich deren die Aeltesten die Zulassung zur Kursnotiz noch nicht gestattet haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Oder bezüglich deren die amtliche Notirung nicht gewünscht ist.

Sachv. **Kämpf:** Jawohl!

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Eine wirkliche Garantie ist da nicht vorhanden?

Sachv. **Kämpf:** Die Garantie besteht darin, daß der Kurs nicht von den vereideten Maklern, auch nicht von einem Börsenkommissar, sondern von der Allgemeinheit gemacht wird. Es duldet an der Börse keiner einen falschen Kurs. Wenn ein solcher notirt wird, so kommen die Interessenten und sagen: schreite ein, hier ist etwas Unrechtes geschehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es sind aber doch Fälle nachgewiesen, in denen in der That künstlich die Kurse gemacht

sind, in denen in der That einem Papier ein Kurs beigelegt war, welches in Wahrheit nicht anders gehandelt ist, als von dem Emittenten selbst. Ist das nicht zu vermeiden?

Sachv. **Kämpf:** Alle Mißbräuche lassen sich nicht vermeiden, aber solche Dinge brechen über kurz oder lang zusammen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** In einem bestimmten Fall kam es vor, daß plötzlich der Kurs eines sehr wenig gehandelten Industriepapiers um 20 Prozent höher war als am Tage zuvor. Am Morgen dieses Tages haben eine ganze Reihe von Kunden eines hiesigen Bankhauses den Rath bekommen, das Papier zu kaufen, weil dasselbe steigen würde. Eine ganz ungeheure Zahl von Aufträgen von Kunden dieses Hauses erfolgte, und zwar, weil der Rath dahin ging, gleich beim ersten Kurs zu kaufen. Der erste Kurs war in Folge dessen 20 Prozent höher als Tags zuvor. Im Laufe der Börse geht der Kurs um 10 Prozent zurück. Das betreffende Haus hat das Geschäft als Selbstkontrahent abgeschlossen, kurz und gut: sämmtliche Kunden haben schlechte Geschäfte gemacht. Es wird behauptet, das Manöver wäre gewesen, gerade in Folge dieser gedruckten Rathsertheilung große Aufträge herbeizuführen und daraufhin den Kurs festzustellen. Ist es nicht möglich, solche Kursnotirung als illegitim zu verweigern, giebt es dagegen gar kein Mittel?

Sachv. **Kämpf:** Vielleicht, wenn man diese Vorkommnisse damals gewußt hätte! Aber wenn Jemand an die Börse geht, und 1 Million Mark von einem bestimmten Papier zum ersten Kurs kaufen will, so muß der Auftrag ausgeführt werden. Der Makler kann nicht sagen: „Ist die Ordre auch in Ordnung? Sind das nicht Kommittenten, die du herangeholt hast?“ Der Auftrag muß ausgeführt werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber es kommen Fälle vor, in denen der Börsenkommissar befugt sein muß, die Kursnotirung zu verweigern: und von dieser Befugniß wird zuweilen Gebrauch gemacht; z. B. ist, wenn die Zeitungen richtig referirt haben, als während des Polkeschen Prozesses plötzlich Fassonschmiede um 30 Prozent höher notirt wurden, der Kurs am folgenden Tage vom Börsenkommissar einfach gestrichen und somit verhindert worden, daß auf Grund der fiktiven Notiz Geschäfte abgewickelt wurden. Die Befugniß hat unzweifelhaft der Kommissar. Er würde berechtigt sein, die Kursnotirung zu verweigern, wenn er sich sagen muß: das ist kein Kurs, der der wirklichen Geschäftslage entspricht, sondern ein solcher, der einfach auf widernatürliche künstliche Mache zurückzuführen ist.

Sachv. **Kämpf:** Ich entsinne mich des ersten Falls; das waren Phönixaktien. Es waren kolossale Kaufaufträge zum ersten Kurs vorhanden. Wir haben in der üblichen Form bekannt machen lassen: der Kurs wird voraussichtlich 25 Prozent höher wie gestern. Darauf haben sich noch eine Reihe von Abgebern gefunden, so daß ein regelmäßiger Kurs gemacht werden konnte. Das Streichen der Kursnotiz in dem Polkeschen Fall ist ein sehr gewagtes Unternehmen. Ich bin selbst Börsenkommissar gewesen und habe die Streichung veranlaßt, aber nicht ohne Gewissensbisse. Wenn der Kurs am folgenden Tage wieder 10 Prozent höher gewesen wäre, was hätten da die Auftraggeber gesagt?

Stellvertr. Vorsitzender: Ich gebe zu, daß es eine verantwortungsvolle Aufgabe ist, wer aber eine Verantwortung übernimmt, muß sie auch tragen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Alle seriösen Geschäfte werden auf Grund der Notiz gemacht; ist keine Notiz, so fallen also die seriösen Geschäfte auch aus.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber würde der Herr Sachverständige nicht meinen, daß eine derartige Streichung eines

jeden Kurses ganz erheblich präventiv auf die Spekulation wirken würde? Wenn man wüßte, das Börsenkommissariat wäre in dieser Beziehung vielleicht noch weniger ängstlich als jetzt, und striche in allen Fällen, wo auch nur erheblicher Zweifel daran bestände, ob der betreffende Kurs nicht beeinflußt ist durch unlautere Geschäfte und ob der Kurs in der That der Lage des Geschäfts entspricht, würde das nicht häufig präventiv auf die Spekulationslust wirken?

Sachv. **Kämpf:** Beim Kassakurs ist das zu machen; bei Zeitgeschäften nicht. Wenn der erste Kurs 20 und 25 Prozent höher wird, als er Tags zuvor war, wer steht für das ein, was nach einer Viertelstunde ist? Irgend ein Kurs muß zur Erscheinung kommen. Da giebt es nur ein Mittel, die Oeffentlichkeit. Wenn Klagen vorkommen, wo etwas zweifelhaft erscheint, muß es bekannt gemacht werden, damit alle Leute sich betheiligen können. Dann kommt auch der richtige Kurs zu Stande.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte glauben, daß die Streichung bei Termingeschäften weniger Bedeutung hätte, weil da die Geschäfte, die reell abgeschlossen sind, nicht alterirt werden, während im Kassageschäft das Geschäft überhaupt nicht zu Stande gekommen ist, wenn keine Notiz zur Notirung gelangt. Ist das irrthümlich?

Sachv. **Kämpf:** Ich meine, es hat jeder, der ein Geschäft an der Börse macht, das Recht, eine Kursnotirung zu verlangen. Das ist im Interesse des Kommittenten außerhalb nothwendig. Der Komittent wird niemals einem Kommissionär glauben, daß er zu einem bestimmten Kurs, der vielleicht 10 Prozent höher war als Tags zuvor, den Auftrag ausgeführt hat, wenn er es nicht schwarz auf weiß auf dem Kurszettel sieht. Beim Zeitgeschäfte können Sie diese Theilung gar nicht durchführen. Da giebt es nur ein Mittel. Wenn etwas Auffälliges vorkommt, muß die ganze Welt an der Börse angerufen werden, damit diese intervenirt und der rechte Kurs zu Stande kommt.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Zu Nummer 14 habe ich keine Erfahrungen.

Sachv. **Baer:** Ich ebenso wenig.

Sachv. **von Guaita:** Ich auch nicht; eine Maklerbank existirt nicht bei uns.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann können wir zu Frage 15 übergehen, ob die Bestimmungen der Börsenordnung abzuändern sind. Ich möchte gleichzeitig auch Nummer 16 und 17 zur Diskussion heranziehen. Es handelt sich um die Zulassung zur Börse und um die Börsenaufsicht.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Eine Abänderung der Börsenordnung halte ich nicht für nothwendig. Ich glaube, daß die Zulassung nicht von einer Bürgschaft oder Realkaution und die Wiederzulassung solcher Personen, welche ihre Zahlungen eingestellt haben, von dem Nachweis abhängig zu machen ist, daß sie unverschuldet in diesen Zustand gerathen oder daß sie ihre früher unbezahlt gelassenen Verpflichtungen erfüllt haben. Die Bestimmungen, welche bei uns gelten in dieser Richtung, genügen vollständig. Eine korporative Verfassung der Börse, um eine Reform hervorzurufen, halte ich nicht für zweckmäßig. Ehrengerichtliches Verfahren? Da kann ich mir eigentlich keinen Begriff machen in welcher Weise das ausgebildet werden soll.

Sollen bestimmte staatliche Organe mit der Aufsicht über die Börse betraut werden, und welche Funktionen sollen ihnen dabei übertragen werden? Da würde ich es vielleicht nicht für unpraktisch halten, einen Staatskommissar zu bestellen, der die Funktionen eines Börsenkommissars ausübt, um die Staatsregierung über alle Vorgänge an der Börse zu orientiren.

Stellvertr. Vorsitzender: Es handelt sich nicht bloß um die Orientirung, sondern es kommt auch eine Mitwirkung in anderer Richtung in Frage, z. B. eine Ueberwachung der Kurs- und Preisfeststellung, eine Verfolgung von Zuwiderhandlungen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das liegt Alles schon in den Befugnissen eines Börsenkommissars.

Sachv. **Kämpf:** Die Bestimmungen der Börsenordnung betreffend die Zulassung können verschärft werden. Ich würde es für wünschenswerth halten, daß die Zulassung zum Börsenbesuch von einer größeren moralischen Bürgschaft abhängig gemacht würde. Jetzt ist es so, daß zwei oder drei Unterschriften zu besorgen sind von r-beliebigen Korporationsmitgliedern. Dann kommt eigentlich Jedermann an die Börse. Eine weit größere Zahl von Unterschriften wäre erforderlich, und ebenso, daß den betreffenden Herren, welche die Unterschrift leisten, zu Gemüthe geführt würde, daß sie eine moralische Garantie für die Solidität und Respektabilität des betreffenden Mannes übernehmen. Die Ausschließungsgründe sind schon ziemlich scharf in der Börsenordnung. Ich glaube nicht, daß sie noch verschärft zu werden brauchen. Was ein ehrengerichtliches Verfahren anlangt, so würde ich dasselbe für sehr wünschenswerth halten, wenn ich nicht das Bedenken hätte, daß bei der großen Verschiedenartigkeit des Bildungsgrades der Kaufleute es doch ziemlich schwierig sein wird, bestimmte Kriterien für ehrengerichtliche Delikte aufzustellen. Aber immerhin könnte es versucht werden. An und für sich ist gegen den Gedanken sicher nichts einzuwenden.

Stellvertr. Vorsitzender: Es würde dann wohl eine Umbildung nach der Richtung nothwendig sein, daß ein Ehrengerichtshof befugt wäre, Zeugen eidlich zu vernehmen und ein Beweisverfahren einzuleiten?

Sachv. **Kämpf:** Sonst wäre es gar nicht möglich, die Thatsachen festzustellen. Ich halte eine staatliche Aufsicht in der Form, wie die jetzige, für genügend. Weitergehen möchte ich nicht. Eine staatliche Aufsicht in der Weise, daß Staatsbeamte an der Börse die Börsengeschäfte überwachen und kontroliren, halte ich einmal nicht für möglich und zweitens mindestens für überflüssig.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Uebelstände sind mir nicht bekannt, auch nicht, daß es nöthig wäre, die Bestimmungen der Börsenordnung abzuändern. Ich möchte mich aber dafür aussprechen, wenn es möglich ist, ein ehrengerichtliches Verfahren ins Auge zu fassen; mit Rücksicht auf die Disziplinargewalt, die ein solches Verfahren ausüben könnte, würde das das durchschlagenste Mittel werden. Die Zuziehung eines staatlichen Kommissars würde ich nicht befürworten, schon weil es entschieden einen stärkeren Eindruck macht, wenn ein solches ehrengerichtliches Verfahren von Mitgliedern der Börse selbst ausgeübt wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Man hat auf den Gedanken hingewiesen, daß die Verfolgung von ehrverletzenden Handlungen doch gehindert würde, wenn nicht irgend ein staatliches Organ damit betraut würde, mit Rücksicht darauf, daß die Berufsgenossen nicht gern gegen Berufsgenossen einschreiten. Theilen Sie das Bedenken nicht?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich theile sie nicht, im Gegentheil. Wir haben bei Anwälten dieselbe Erfahrung gemacht. Es hat sich herausgestellt, daß durchschnittlich in den Ehrengerichtshof, der bei den Anwälten in letzter Instanz entscheidet, bei welchen die Majorität aus vier Richtern gegenüber drei Rechtsanwälten in den weitaus meisten Fällen prinzipielle Gegensätze mit sehr wenigen Ausnahmen nicht hervorgetreten sind. Fast nur hervorgetreten ist ein Gegensatz in Betreff des Strafmaßes. Da hat es in Anwaltskreisen nicht angenehm berührt,

daß mitunter vom Ehrengericht durch die Einwirkung der Richter das Strafmaß geändert worden ist gegenüber der ersten Instanz, in welcher nur Anwälte entscheiden. Das trifft nun die Frage, ob ein richterliches Element nöthig ist, um Berufsgenossen gegenüber die Verfolgung zu erschweren, beziehungsweise zu ändern. Wir haben die Erfahrung gemacht, daß die Berufsgenossen selbst dafür interessirt sind, die Verfolgung zu veranlassen, sobald die Voraussetzungen dafür gegeben sind, daß sie den Thäter dann, obgleich unter Anwälten die Kameraderei ebenso sein wird wie unter Kaufleuten, sehr strenge verurtheilen. Ich habe nach diesen zwölfjährigen Erfahrungen keine Besorgniß dafür, daß nicht von Börsenbesuchern, namentlich von anständigen, ehrengerichtlich sachgemäß entschieden würde; der Ehrengerichtshof würde gebildet werden können durch Wahl, und die Wahl würde entschieden nur die angesehensten treffen. Ich habe keine Bedenken, daß diese unter sich auch ohne Hinzuziehung eines Staatskommissars oder Richters die Strafverfolgung veranlassen können und werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich die anderen Herren, sich zu äußern.

Sachv. **von Guaita:** Von Frankfurt kann ich nur aussagen, daß die Bestimmung der Börsenordnung für unsere Verhältnisse vollkommen zutreffend sind. Der Börsenbesuch wird abhängig gemacht von Empfehlungen, die Betreffenden werden aufgefordert, Referenzen zu geben. Die Referenz wird eingezogen. Wir haben bis jetzt keine Mißstände darin gehabt.

Stellvertr. Vorsitzender: Es wird behauptet, daß an der Berliner Börse eine große Anzahl von Personen sich befindet, die zwar Kaufleute sind, aber Geschäfte betreiben, die mit dem eigentlichen Zweck der Börse nicht das Mindeste zu thun haben. Ist das in Frankfurt nicht der Fall?

Sachv. **von Guaita:** Nein!

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Kommt das daher, weil die Empfehlung anders gehandhabt wird?

Sachv. **von Guaita:** Neue Börsenbesucher haben, wie schon oben gesagt, Referenzen aufzugeben, und werden nur aufgenommen, wenn diese gut ausfallen. Ich habe das Formular da.

Stellvertr. Vorsitzender: Eine Veränderung wünschen Sie nicht?

Sachv. **von Guaita:** Nein, keine!

Bezüglich des ehrengerichtlichen Verfahrens wäre es allerdings gut, wenn ein solches ausgebildet würde. Bei uns haben wir ein solches nicht.

Stellvertr. Vorsitzender: Man kann die Disziplinarbefugniß der Aeltesten wohl auch als eine Art Ehrengericht ansehen.

Sachv. **von Guaita:** Wenn etwas derartiges damit verbunden werden könnte, wäre es sehr wünschenswerth.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie werden, wie die anderen Sachverständigen, auch der Ansicht sein, daß als Strafe bei Zuwiderhandlungen nur auf Verweis, zeitweise oder gänzliche Ausschließung von der Börse erkannt werden kann?

Sachv. **von Guaita:** Jawohl!

Zu 17 würde ich nicht für eine staatliche Aufsicht an der Börse sein, weil ich dieselbe für nicht nothwendig erachte, unter Umständen — ich will nicht sagen, schädlich, aber für nicht nothwendig.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie wollten sagen: nicht schädlich. Darf ich Sie dahin verstehen, daß Sie sagen wollten: die

Einsetzung des Börsenkommissars wäre nicht schädlich, oder daß Sie nicht sagen wollen, daß sie schädlich wäre.

Sachv. **von Guaita:** Ich könnte mir unter Umständen denken, daß es eine staatliche Kontrole geben könnte. Sie ist aber vollkommen entbehrlich, und etwas Entbehrliches schaffen soll man nicht, weil daraus leicht etwas Schädliches entstehen kann.

Sachv. **Baer:** Ich habe dem weiter nichts hinzuzufügen, das ist Alles richtig geschildert worden.

Sachv. **Munk:** Ich bin in der mißlichen Lage, über Fragen Auskunft geben zu sollen, ohne meine Ansicht über andere Punkte mit zur Erörterung zu bringen. Die Frage der Börsenordnung hängt zusammen mit der Frage, welche Personen zum Besuch der Börse berechtigt sind. Man könnte der Meinung sein, daß zum Terminhandel nur zugelassen werden sollen solche Personen, welche zum Börsenbesuch berechtigt sind, und zweitens, was ich vorschlagen möchte, nur diejenigen, welche eingetragene Firmen haben. Es müßte dafür gesorgt werden, daß die Zulassung zum Börsenbesuch auf diejenigen Personen beschränkt wird, die in der That ein Interesse am Börsenbesuch haben. Daraus würde folgen, daß es geboten ist, solche Personen auszuscheiden, welche ihre Firmen nur haben eintragen lassen zum Schein, um die Zulassung zum Börsenbesuch zu erlangen. Dergleichen kommt nicht selten vor, daß Personen ihre Firmen eintragen lassen, obwohl sie in der That keinen Handel treiben. Dazu gehören: Häuserspekulanten, Wucherer, Winkelkonsulenten. Das ist mir amtlich bekannt geworden. Es wäre zweckmäßig, ein Verfahren zu ermöglichen, welches solche Personen vom Börsenbesuch ausschließen würde, obwohl sie ihre Firma haben eintragen lassen. Es wäre ferner nothwendig, eine Scheidung eintreten zu lassen bezüglich solcher Personen, die ihre Zulassung nur zum Zweck des Börsenspiels nachsuchen. Da würde wieder zurückgegriffen werden müssen auf die Frage: Was ist Börsenspiel? Ich enthalte mich, das heute zu erörtern. Es wäre weiter zweckmäßig, wenn auch die Beschränkung auferlegt werden könnte, daß alle Personen ausgeschlossen werden, welche sich einer betrügerischen Reklame oder sonst in anstößiger Weise einer Verletzung der Berufspflichten schuldig machen. Ich würde es für zweckmäßig erachten, ein Disziplinarverfahren eintreten zu lassen, durch welches Personen auf Zeit, wie das in der Berliner Börsenordnung bereits vorgesehen ist für den Fall, daß sie sich der Verbreitung falscher Gerüchte schuldig gemacht haben, wegen eines Vergehens im Sinne des Artikels 249d des Handelsgesetzbuchs ausgeschlossen werden, wobei ich mir vorbehalte, Anträge zu stellen bezüglich einer Veränderung des Artikels. Auch könnte in Frage kommen, ob nicht die gleiche Bestimmung eintreten könnte für solche Fälle, wo sich Jemand der Verletzung der Berufspflichten eines ordentlichen Kaufmanns in anstößiger Weise schuldig macht.

Ich sollte meinen, in solchen Fällen, wie sie im Polke'schen Prozeß zur Sprache gekommen sind, wäre es zweckmäßig, wenn solche Personen mit Ausschluß von der Börse auf Zeit bestraft würden. Das würde ein abschreckendes Mittel sein. Ich würde der Meinung sein, daß nur Fachgenossen, Berufsgenossen berufen werden sollen, dieses Mittel zur Anwendung zu bringen, da es unzweckmäßig ist, andere Personen, die nicht Berufsgenossen sind, mit derartigen Angelegenheiten zu betrauen, da diese niemals die nöthige Sachkunde zu einem solchen Urtheil besitzen, namentlich wenn der Thatbestand des Vergehens im Gesetze nur unbestimmt, wie nach meinem Vorschlage durch den Ausdruck „anstößig“, festgestellt würde.

Verletzungen von Berufspflichten würden nur sachgemäße Erledigung finden, wenn die Entscheidung in die Hände der Berufsgenossen gelegt würde. Eine Entscheidung von Nichtbetheiligten würde leicht als zu hart und ungerecht angesehen werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie eine korporative Verfassung der Börse befürworten?

Sachv. **Munk:** Darüber habe ich kein Urtheil.

Stellvertr. Vorsitzender: § 1 der revidirten Börsenordnung bestimmt: die Börse zu Berlin hat zum Zweck den Betrieb von Handelsgeschäften in Münzen, Edelmetall, Bankwerthen u. s. w. Wenn ich den Herrn Sachverständigen nun richtig verstanden habe, so will er die Zulassung zur Börse auch allen übrigen Kaufleuten freistellen, die nicht Geschäfte in den in diesem Artikel der Börsenordnung bezeichneten Waaren betreiben.

Sachv. **Munk:** Ich würde zum Besuch diejenigen zulassen, die überhaupt Handel treiben. Das von vornherein festzustellen, ist unmöglich. Es muß Jeder zunächst in die Lage versetzt werden, selbst zu entscheiden, ob für ihn ein Bedürfniß zum Börsenbesuche vorliegt.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich weiß nicht, ob der Herr Sachverständige es für angemessen findet, sich über die Einsetzung eines Ehrengerichtshofes auszusprechen; die Herren, die sich für eine solche ausgesprochen haben, meinten, daß der Entscheidung des Ehrengerichtshofes nur die Kaufleute, welche an der Börse verkehren, als eigentliche Börsenmitglieder unterliegen sollen. Ist er nun der Ansicht, daß einer solchen Disziplinarbefugniß auch unterliegen sollen die außerhalb der Börse stehenden Kaufleute z. B. im Verhältnisse mit ihren Kommittenten. Darüber ist noch nicht gesprochen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie die Güte haben, sich darüber zu äußern.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich würde die Funktion nur auf Börsenleute beziehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Frage ist, ob ein unsolides und ehrenrühriges Verhalten eines Kommissionshauses seinen Kommittenten gegenüber zum Gegenstand eines ehrengerichtlichen Verfahrens gemacht werden soll? Würden Sie einen Unterschied darin erblicken, ob es sich um ein ehrenrühriges Verhalten gegenüber einem auswärtigen Börseninteressenten oder um ein solches Verhalten gegenüber einem Privatkunden handelt? Sollen die letzteren Fälle zur ehrengerichtlichen Entscheidung nicht kommen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich würde da keinen Unterschied machen. Ich würde es eventuell auch ausdehnen auf diejenigen Fälle, wo es sich um Personen handelt, die außerhalb der Börse stehen, soweit es sich um den Geschäftsverkehr des Kommissionshauses handelt.

Sachv. **Kämpf:** Ich bin derselben Meinung, aber es muß eine Grenze gezogen werden. Es dürfen nur diejenigen Geschäfte dem ehrengerichtlichen Verfahren unterworfen werden, die im Zusammenhang mit Börsengeschäften als solchen stehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Herrn Landgerichtsrath Munk, sich zur Frage 17 zu äußern.

Sachv. **Munk:** In dieser Beziehung möchte ich der Meinung sein, daß es nicht zweckmäßig ist, ein staatliches Organ zu bestellen, das dauernd eine Aufsicht über die einzelnen Vorgänge an der Börse übt. Der ständige Kommissar ist ja der Handelsminister, der als Staatsorgan die Aufsicht zu üben hat, der auch befugt ist, darauf zu achten, ob in den einzelnen Fällen Unregelmäßigkeiten vorgefallen sind. Ich glaube nicht, daß irgend ein Staatsbeamter in der Lage wäre, die Pflichten eines Börsenkommissars auszuüben. Ich glaube, er würde die nöthige Sachkenntniß nicht besitzen. Es ist zweckmäßiger, wenn die eigentlichen Geschäftsleute, die jeden Tag in diesen Dingen zu thun haben, damit betraut werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir haben nicht in allen deutschen Bundesstaaten eine Staatsaufsicht über die Börse, wie in Preußen. In verschiedenen Bundesstaaten steht die Börse nicht unter der Aufsicht von Staatsorganen, und wäre es nicht gerechtfertigt, daß in diesen Fällen eine ähnliche Aufsicht eingeführt wird, wie sie in Preußen besteht?

Sachv. **Munk:** Das ist geboten. Die Börse ist ein wichtiges Verkehrsinstitut, das nicht einzelne Privatinteressen verfolgt. Deshalb müssen auch durch staatliche Aufsicht die Interessen der allgemeinen Wohlfahrt berücksichtigt werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir können dann zu Nummer 18 übergehen und gleich die beiden Unterabtheilungen verbinden: welche Maßregeln empfehlen sich, um dem schädlichen Reklamewesen, der bewußten Irreleitung des Publikums durch die Presse und der Verbreitung falscher Gerüchte entgegenzutreten und ferner ob die hinsichlich der Aktien gegebenen Strafbestimmungen auch auf andere Papiere und selbst auf den Waarenhandel auszudehnen sind.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Die Frage würde erledigt sein, wenn ein Ehrengericht eingesetzt würde. So lange die Preßfreiheit besteht, läßt sich eigentlich gegen das Reklamewesen nichts entgegensetzen. Man kann das Ehrengericht damit betrauen, auf das Reklamewesen ein aufmerksames Auge zu halten. Eine besondere Bestimmung läßt sich darüber nicht treffen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir sind doch in der Lage, gegen die Presse einzuschreiten, z. B. wenn sie Arzneimittel anpreist, die werthlos sind und auf diese Weise zu einer Uebervortheilung und Schädigung des Publikums ihre Beihilfe leistet.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Nein! Das würde ich nicht für berechtigt halten — irgend eine Beschränkung der Presse.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann ist darauf hingewiesen, daß ein Mißstand bestehe hinsichtlich der Privatkurszettel. Von einer Seite ist der Vorschlag gemacht worden, derartige Privatkurszettel zu verbieten, und eventuell den Personen, die sie herausgeben, die Entziehung der Karten zum Börsenbesuch anzudrohen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Soweit die Privatkurszettel nur ein Abdruck des amtlichen Kurszettels sind, würde ich sie nicht verbieten.

Stellvertr. Vorsitzender: Darum handelt es sich nicht, sondern um Kurszettel, in denen falsche Börsenmittheilungen enthalten sind.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Die Fälle sind mir nicht bekannt, und würde ich dafür sein, den Betreffenden von der Börse zu verweisen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich, sich zur Unterfrage zu äußern.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich halte das nicht für nothwendig. Es wird sich auch schwer ausführen lassen, daß Strafbestimmungen auf andere Papiere Anwendung finden. Es handelt sich wohl in diesem Artikel in der Hauptsache um Bestimmungen gegen Direktoren und Aufsichtsräthe.

Stellvertr. Vorsitzender: Es handelt sich hier um die Verbreitung falscher Gerüchte. Welch ein prinzipieller Unterschied soll bezüglich der Aktien und der anderen Effekten gemacht werden, weshalb soll der Verbreitung falscher Gerüchte an der Börse nur bei Aktien entgegengewirkt werden? Sie haben aber augenscheinlich die betreffenden Bestimmungen nicht in der Erinnerung.

Sachv. **Kämpf:** Was den ersten Punkt anlangt, so würde das schädliche Reklamewesen vollständig unschädlich gemacht werden können, wenn man in jedem einzelnen Fall wüßte, von wem die Reklame ausgeht. Das wird indeß nur durch Aenderung des Preßgesetzes möglich sein, aber ob die Preßfreiheit eingeschränkt werden kann, das vermag ich im Augenblick nicht zu übersehen. Wenn das nicht geschehen kann, so würde ich wenigstens vorschlagen, daß die Börsenblätter, die sich an der Börse vertreten lassen, dem ehrengerichtlichen Verfahren auch unterworfen werden. Das wird zwar einem sehr großen Widerstand begegnen, aber es hat dieselbe Berechtigung, daß das Ehrengericht aburtheilt über Dinge, die in Zeitungen mit Bezug auf die Börse unrichtig dargestellt werden, wie in Bezug auf Handlungen bei Kauf und Verkauf.

Was die weitere Frage anlangt, ob die Bestimmung hinsichtlich der Aktien auch noch auf andere Papiere ausgedehnt werden soll, so meine ich, das ist eigentlich selbstverständlich. Warum soll bei Aktien eine Bestrafung eintreten, und, wenn Jemand bei Obligationen falsche Gerüchte verbreitet, warum soll er da unbestraft bleiben?

Stellvertr. Vorsitzender: In dem Prozeß Merten wurde ein Sachverständiger Adel darüber vernommen, ob es häufig vorkäme, daß bei Emissionen von Aktien Inhabern von Börsenblättern gewisse Zuwendungen gemacht würden. Darauf erklärte der Zeuge unter dem Eide, das sei ihm bekannt, das sei ganz usuell, manchmal machte man die Sache auch noch einfacher. Ist dem Herrn Sachverständigen davon etwas bekannt, beziehungsweise ist er geneigt, darüber etwas zu sagen?

Sachv. **Kämpf:** Es bestehen wohl Beziehungen zwischen Bankhäusern und der Presse, aber ich bin der Ueberzeugung, daß bei der anständigen Presse von irgend einer Bestechung nicht die Rede sein kann. Soweit ich die größeren Blätter verfolge, sind sie in der Beziehung alle objektiv.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Was die Hauptfrage betrifft, so könnte ich meinerseits keine besondere Maßregel empfehlen. Ich bin der Meinung, daß die vorhandenen Vorschriften ausreichen, um dem schädlichen Unwesen entgegenzutreten, soweit das möglich ist. Ich bin der Meinung, daß es auch in dieser Beziehung nicht nöthig ist, die Gesetzgebung zu ändern, weil da auch die allgemeinen Grundsätze ausreichen. Sie haben sich allgemein bewährt und sind genügend gefunden, daß namentlich die Bestimmungen über Betrug auch dann stattfinden, wenn nicht besondere Strafbestimmungen gegeben werden. Die Strafbestimmungen des Artikel 249d ist eigentlich eine Anwendung der Betrugsstrafe auf einen speziellen Fall und insofern nichts Außergewöhnliches. Sie ist ausgedehnt mit Rücksicht auf die Verpflichtung, die den Mitgliedern des Aufsichtsraths obliegen. Wenn nicht die Bestimmung existirte, so würde nach den allgemeinen Bestimmungen des Strafgesetzes ziemlich dasselbe Resultat herauskommen. Dasselbe ist der Fall in Betreff des Reklamewesens der Irreleitung, der Verbreitung falscher Gerüchte u. s. w., das würde man am besten verdrängen können durch das bereits angedeutete ehrengerichtliche Verfahren. Das wäre meines Erachtens eine neben den sonstigen allgemeinen Grundsätzen des Strafrechts und Zivilrechts zu empfehlende sachgemäße Maßregel. Ich bin damit einverstanden, daß im ehrengerichtlichen Verfahren auch Börsenblätter getroffen werden. Soviel ich weiß, werden die Börsenblätter von solchen redigirt, die selbst Börsenbesucher sind.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie bekommen eine besondere Börsenkarte.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Dann wäre es räthlich, wenn sie nicht von bloßen Börsenbesuchern redigirt werden, das ehrengerichtliche Verfahren auch auf Börsenblätter auszu-

dehnen, unter Umständen auf Ausschließung vom Börsenbesuch zu erkennen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** In dieser Beziehung möchte ich zurückkommen auf das, was vorhin gesagt wurde. Es wurde in Bezug auf den Ehrengerichtshof geäußert, es ließe sich vielleicht voraussetzen, daß derselbe nicht ganz unbefangen urtheilen würde, weil nur Berufsgenossen darin sitzen.

Ich glaube zwar nicht, daß die Mitglieder des Ehrengerichtshofes besonders furchtsame Leute sein werden, aber wer jemals mit der Presse zu thun gehabt hat, der weiß, wie außerordentlich schwierig es sein würde, nach der Richtung hin ein verurtheilendes Verdikt zu fällen. Einmal ist von den Aeltesten der Kaufmannschaft der Versuch gemacht worden, ein Blatt bezüglich der Gewährung der Börsenkarte zu maßregeln. Was hat es da für Vorwürfe gegeben! — Was würde da erst kommen, wenn der Ehrengerichtshof ganz allgemein auf die Zeitungen ausgedehnt werden würde. Ich würde nichts dagegen haben, wenn die Herren Sachverständigen sich äußern würden über den Gedanken, die Mitglieder der Presse unter den Ehrengerichtshof zu stellen. Aber ob eine solche Maßregel einen praktischen Erfolg haben würde, muß dahingestellt bleiben.

Sachv. **von Guaita:** Wenn eine gesetzliche Regelung bezüglich der Presse nach der Richtung hin möglich wäre, daß das schädliche Reklamewesen unterdrückt wird, so bin ich sehr dafür, daß, wenn es zum Bewußtsein kommt: der Artikel ist schädlich, das auch geahndet werden soll. Außerdem möchte ich, obwohl ich sehr wohl weiß, wie schwer mit der Presse umzugehen ist — nichtsdestoweniger würde ich dafür eintreten, daß dem ehrengerichtlichen Verfahren auch die Vertreter der Zeitungen unterstellt werden.

Sachv. **Baer:** Das ist auch meine Ansicht.

Sachv. **Munk:** Es kann sich nur handeln um Bestimmungen gegen besondere Ausschreitungen der Reklame. Die Reklame selbst läßt sich überhaupt nicht unterdrücken. Man vermag nach zwei Richtungen hin einzuschreiten: Erstens durch Ausdehnung des Artikels 249d. Meines Erachtens ist es gerechtfertigt, Artikel 249d nicht bloß auf Aktien zu beschränken, sondern auf den Börsenverkehr überhaupt auszudehnen. Es steht kein Bedenken entgegen, eine Fassung zu wählen: „wer in öffentlichen Bekanntmachungen wissentlich falsche Thatsachen vorspiegelt oder wahre Thatsachen entstellt, um zur Anschaffung von Waaren oder Werthpapieren, welche einen Börsenpreis haben, zu bestimmen“.

Eine derartige Fassung würde sehr wohl gewählt werden können, um diejenigen, welche sich einer solchen Rechtsverletzung schuldig machen, zu treffen. Was Artikel 249d Nummer 2 anbetrifft, so ist an sich nichts dagegen zu erinnern. Nur die Fassung scheint mir zu eng zu sein. Herr Geheimrath von Wilmowski hat erwähnt, daß der Thatbestand zusammenfalle mit dem Thatbestand des Betruges. Das kommt daher, daß Nummer 2 eine betrügerische Absicht voraussetzt, worunter zu verstehen ist die Absicht, sich oder einem Anderen einen rechtswidrigen Vermögensvortheil zu verschaffen mittels der Täuschung. Gelingt das, so ist vollendeter Betrug, gelingt das nicht, so ist versuchter Betrug vorhanden. Aber es ist nicht einzusehen, weshalb hier ein von dem allgemeinen Thatbestand des Betruges gesondertes Vergehen konstituirt wird, welches mit einer geringeren Gefängniß- und einer höheren Geldstrafe bedroht wird, als der Betrug nach § 263 des Strafgesetzbuchs, und weshalb eine Bestrafung des wiederholt rückfälligen Betruges ausgeschlossen ist. Wenn ich mich aber frage: liegt ein Grund vor, betrügerische Absicht zu fordern? so möchte ich das verneinen. Denn Kurstreiberei ist meines Erachtens gemeingefährlich, auch wenn sie nicht in betrügerischer Absicht vorgenommen wird. Sie sollte in diesem Falle bestraft werden, auch wenn betrügerische Absicht nicht vorliegt oder nicht nach-

weisbar ist, vorausgesetzt, daß auf Täuschung berechnete Mittel angewendet werden. Ich will zwei besondere Fälle hervorheben, nämlich wenn einer ein Scheingeschäft schließt oder wissentlich falsche Gerüchte verbreitet, um auf den Kurs einzuwirken. Meines Erachtens würde das Strafgesetz da einschreiten müssen. Artikel 249d Nummer 2 würde ich dahin fassen: „wer auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, insbesondere wer Scheingeschäfte schließt oder wissentlich falsche Gerüchte verbreitet, um auf die Börsenpreise einzuwirken“. Außerdem ist meines Erachtens sehr wohl möglich eine Ausdehnung der Disziplinarbefugniß, daß man zeitweise Ausschließung von der Börse besonders ausspricht für den Fall, daß Jemand anstößige Reklame macht. Ich halte es aber für geboten, den Organen des Handelsstandes die Disziplinarbefugniß gegen derartige Reklamen zu überlassen.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte dann bitten, zu Nummer 19 überzugehen. Wir können da Nummer 20, 21 und 22 gemeinschaftlich besprechen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Welche Umstände sind bei der Vermittlung zwischen der Börse und den außerhalb derselben stehenden Kreisen hervorgetreten? Mir sind Mißstände nicht weiter bekannt, und ich möchte jeder Privatperson rathen, sich an reelle Kommissionsgeschäfte zu wenden.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann** (zur Geschäftsordnung): Soweit ich den weiteren Fortgang der Erörterung überblicken kann, scheint mir die Möglichkeit ausgeschlossen, daß wir heute mit dem Fragebogen fertig werden. Es wird den Herren Sachverständigen nicht erspart bleiben, morgen noch einmal zu erscheinen. Da wird es sich fragen, ob es nicht zweckmäßiger ist, jetzt die Vertagung eintreten zu lassen.

Wir würden wahrscheinlich morgen noch eine ausreichende Portion zu erledigen haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich persönlich bin gern bereit, der Anregung Folge zu leisten. Ich vertage daher die Sitzung und bitte die Herren Sachverständigen, sich morgen um 10 Uhr wieder einzufinden.

(Schluß 4¼ Uhr.)

Vierzehnter Verhandlungstag.

(Siebzehnte Kommissionssitzung.)

Mittwoch, den 15. Juni 1892.

Vorsitzender: Ich eröffne die Sitzung.

Wir gelangen zur Vernehmung der Herren Sachverständigen über die nächste Gruppe der Fragen. Es sind dies solche, welche — streng genommen — mit den eigentlichen Börsenverhältnissen nichts unmittelbar zu thun haben. Wir haben aber doch den Fragebogen auf das Verhältniß des Kommissionärs zu seinem draußen stehenden Kommittenten ausgedehnt, weil immerhin ein Zusammenhang dieser Punkte mit den Börsenmißständen und den Vorschlägen zur Abschaffung derselben vorhanden ist, und weil gerade auf diesem Gebiete vielfach Klagen erhoben worden sind. Es sind die Fragen 19 bis 22, welche eng mit einander zusammenhängen, und die wir daher auch wohl bei der Vernehmung vereinigen können.

Ich möchte nur bitten, davon abzusehen, das Gebiet der eigentlichen Depots wenigstens in ausführlicher Weise in die Diskussion hereinzuziehen, namentlich die Fragen des Eigenthumübergangs der Depots; diese Punkte sind ja vielfach in der Presse und sonst besprochen worden; sie bilden aber den Gegenstand besonderer kommissarischer Erörterungen im Schooße der betheiligten Ressorts, aus denen vielleicht ein Gesetzentwurf hervorgeht.

Der Punkt 20 hängt nur lose hiermit zusammen, und wir können vorläufig davon absehen.

Ich bitte also Herrn von Wallenberg, sich über die Punkte 19, 21 und 22 zu äußern.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Die Mißstände, die sich bei der Vermittlung zwischen der Börse und den außerhalb derselben stehenden Kreisen herausgestellt haben, würden am Besten zu beseitigen sein, wenn ein ehrengerichtliches Verfahren ausgebildet und jeder Mißstand, der sich irgendwie herausstellt, von dem Ehrengericht geprüft, gerügt und eventuell auch bestraft wird.

Vorsitzender: Möchten Sie vielleicht auch einige von den Mißständen bezeichnen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Es hat sich in letzter Zeit ein Mißstand dadurch herausgestellt, daß die Bankiers, kleine Bankiers sowohl als auch große Banken, vielfach Reisende aussenden. Ich finde es eigentlich nicht des Bankierstandes würdig, daß Reisende ausgeschickt werden, daß das Privatpublikum zu Geschäften nicht animirt, aber immerhin herangezogen wird, und eine gewisse Jagd auf Kunden dadurch stattfindet.

Vorsitzender: Es ist ja allerdings eine bekannte Thatsache, daß gewisse Bankiers gleichsam mit solchen Aufträgen hausiren oder hausiren lassen.

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Ja ich will gar nicht allein von diesen Spekulationsaufträgen reden, sondern vielmehr davon, daß sie an andere Kunden herantreten und gerade durch Reisende direkt herantreten und die Leute animiren, die Geschäfte mit ihnen zu machen.

Vorsitzender: Geschieht das auch in Schlesien?

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** In Schlesien ist das auch der Fall gewesen. Sie kommen nach allen Städten der Provinz, auch nach Schlesien, treten an die Kunden heran und suchen sie für sich zu gewinnen. Es sollte doch jedem Hause das Feld der Thätigkeit überlassen bleiben.

Freiherr **von Huene:** Ich möchte Herrn von Wallenberg fragen, ob von Berlin aus bis nach Schlesien Reisende geschickt worden sind.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** O, die kommen noch weiter her.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ob gegen solche Geschäftspraktiken das Ehrengericht schützen würde, ist doch sehr fraglich. Ich würde eigentlich nicht glauben, daß, wenn wir ein Ehrengericht hätten, dies nun gegen alle diese Bankiers einschreiten würde. Es fragt sich also, ob es sich nicht empfiehlt, geradezu das Aufsuchen von Aufträgen zu Börsenspekulationsgeschäften durch Agenten im Wege der Gesetzgebung zu untersagen. Es ist ja vielfach angeregt, das Hausiren noch mehr einzuschränken, und dies ist ja eigentlich auch eine Art des Hausirhandels. Möchte denn der Herr Sachverständige sich nicht in Konsequenz seines Wunsches dahin äußern, daß es zweckmäßig wäre, das direkt zu untersagen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Gewiß würde es ganz zweckmäßig sein, wenn dies untersagt würde. Wenn die gesetzlichen Bestimmungen dahin ausgedehnt werden könnten, würde ich das entschieden für praktisch halten.

Vorsitzender: Das ist nicht der einzige Mißstand, der hervorgetreten ist. Es wird ja vielfach auch sonst noch das Verhalten der Kommissionäre gegen ihre Kunden gerügt, z. B. daß sie sich zunächst mit sehr kleinen Depots begnügt und dann nachher in sehr rigoroser und plötzlicher Weise das Depot verkauft haben, wenn die Konjunktur sich gegen sie oder gegen den Kunden wendet.

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Dieser Uebelstand dürfte sich doch sehr schwer abstellen lassen. Ich bin ja auch genöthigt, Kommissionäre in Anspruch zu nehmen. Ich sehe mir aber doch immer den Kommissionär sehr genau an, mit dem ich zu thun habe. In Folge dessen muß man dem Publikum das auch überlassen, sich den Kommissionär auszusuchen und die Wahl so zu treffen, daß ihm dergleichen nicht passirt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wir haben von einigen Herren gehört, daß es in Stettin sowohl wie auch hier Kommissionsgeschäfte giebt, die es prinzipiell ablehnen, von Privatkunden Aufträge auf Zeitgeschäfte anzunehmen. Giebt es in Breslau auch derartige Geschäfte, und wie stellt sich der Herr Sachverständige hierzu?

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Es giebt in Breslau auch Geschäfte, die von Privaten keine Aufträge auf Ultimogeschäfte annehmen, und ich bin bemüht, das Spekulationsgeschäft auch bei mir möglichst einzuschränken, weil ich absolut gar keinen Nutzen darin erblicke. Man erlebt eigentlich mehr oder weniger durch diese Spekulationsgeschäfte, die das Privatpublikum macht, bloß Aerger, und es giebt z. B. in Leipzig ein großes Bankgeschäft von Becker & Co., das nimmt von keinem Privatmann einen Ultimoauftrag an, und das geht sehr

gut durchzuführen. Es ist durchaus nicht der Fall, daß sich die Zahl der Kunden dadurch vermindert, — ich finde eigentlich, die Zahl der Kunden vermehrt sich bei diesen Häusern, wo die Spekulation nicht so hervortritt, und das Publikum nicht so viel Enttäuschungen erlebt wie da, wo die reine Spekulation befördert wird.

Vorsitzender: Sie haben das aber nur als Geschäftsmaxime?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Eine Vorschrift können wir da nicht aufstellen; es liegt überhaupt in diesen Fragen sehr viel Geschäftsmaxime darin.

Vorsitzender: Das ist eine ganz gesunde Maxime, daß also eine Bank, wenn sich ein Auswärtiger mit ihr in Verbindung setzt, nicht von Jedermann, vielleicht von ganz untergeordneten Leuten Aufträge entgegennimmt.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, von 20 Geschäften macht man höchstens erst 3. Wenn einer ein kleines Depot bringt, läßt man sich überhaupt nicht darauf ein, Spekulationsgeschäfte zu machen.

Dr. **Jürgens:** Es ist mir aufgefallen, aus den Ausführungen des Herrn Sachverständigen entnehmen zu müssen, daß eigentlich diejenigen Bankhäuser, die das Privatpublikum von Termingeschäften abhalten, nur Vortheil haben würden; also der Kundenkreis würde, wie ich den Herrn Sachverständigen verstanden habe, dabei größer sein. Da möchte ich mir die Frage erlauben: wie denkt es sich der Herr Sachverständige, daß die Bankhäuser nicht schon jetzt aus eigener Initiative in Anerkennung dieser Vortheile das Termingeschäft im größeren Maßstabe beschränkt haben, als es bisher der Fall zu sein scheint?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, das läßt sich schwer sagen; das weiß ich nicht, warum das nicht mehrseitig stattgefunden hat. Es beruht eben auf der scharfen Konkurrenz, die sich die Bankhäuser unter einander machen, daß jedes Bankhaus Alles auf sich zu vereinigen sucht und daß dadurch die Spekulation sich nicht bannen läßt. Die Bankhäuser müssen eben Alles nehmen.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Wir haben es jetzt mehrere Monate hindurch erlebt, daß das Privatpublikum sich von der Börse zurückgehalten hat. Wir haben bei den bisherigen Vernehmungen aus dem Munde eines Herrn Sachverständigen die Ansicht gehört, daß das auf die Dauer der Ruin der Börse und — ich glaube, so drückte sich der Herr aus — der Ruin von Handel und Gewerbe sein würde. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, sich auch darüber auszusprechen, ob er der Ansicht ist, daß eine solche Zurückhaltung des Privatpublikums gegenüber der Börse von wesentlichen volkswirthschaftlichen Nachtheilen begleitet sein würde.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich halte da einen volkswirthschaftlichen Nachtheil für vollständig ausgeschlossen. Wenn das Privatpublikum sich während eines ganzes Jahres von der Börse fernhalten würde und wenn die Umsätze geringer werden, so würde daraus, glaube ich, ein volkswirthschaftlicher Nachtheil durchaus nicht erwachsen.

Vorsitzender: Das hängt etwas mit dem Reklamewesen zusammen. Man begegnet öfter in den Zeitungen jetzt Aufforderungen von kleinen Banfiers, die Leute möchten mit ihnen Börsengeschäfte machen, sie würden sich mit kleinen Depots und bloßer Courtage ohne Provision begnügen. Das ist sehr unerfreulich.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Aber das zu hindern, Herr Präsident, ist nach meiner Ansicht unmöglich.

Freiherr **von Huene:** Würde es nicht zweckmäßig sein, wenn da in irgend einer Weise — die Farm lasse ich dahingestellt — dahin gewirkt würde, daß das Depot immerhin in einigem Verhaltniß zum Geschäft stehen muß. Wir haben ja Gerichtsakten gehabt, woraus hervorging, daß ein Mann in einem Monat Ultimogeschäfte von etwa 1 Million abschloß, während das ganze Depot nur ein paar Tausend Mark war. Wenn es also irgendwie möglich wäre, dahin zu wirken, daß das Depot im bestimmten Verhältniß zum Geschäftsumfang stehen muß, so würde das doch viele Leute abhalten, solche Geschafte zu machen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das Depot ist doch eigentlich das Wenigste. Wenn der Betreffende sonst Sicherheit bietet, so kann der Bankier auch ohne Depat mit ihm diese Geschäfte machen.

Vorsitzender: Es ist ja recht schwer, in der Beziehung bestimmte Grenzen festzustellen. Der Bankier kann auch ohne Depot Aufträge annehmen.

Freiherr **von Huene:** Ich machte sagen: das verstehe ich ganz gut, daß Geschäfte ahne Depot gemacht werden. Das kann ich mir denken. Dann ist der Mann so sicher, daß er vollständig dem Bankier die Sicherheit bietet, daß er das Geschaft auch abwickeln wird. Aber die Banken, um die es sich hier handelt, arbeiten ausschließlich mit ganz kleinen Depots, und der Bankier greift zu, sobald das Depat als Haftsumme erschöpft ist.

Vorsitzender: Das ist allerdings ein Uebelstand.

Ueber die andere Frage wegen des Selbsteintritts haben Sie sich nach nicht geäußert, Herr von Wallenberg. Es ist namentlich gerügt worden, daß der Eintritt als Selbstkontrahent beim Kommissionsgeschäft zum Spekuliren gegen den eigenen Auftraggeber benutzt wird?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das ist der § 21.

Varsitzender: Dieser Punkt hängt mit meiner Frage zusammen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Bezüglich dieses Punktes halte ich diesen Paragraphen für vollständig ausreichend und würde ihn nicht einschränken.

Vorsitzender: Sie würden meinen, die Bedingungen genügen, um Mißbrauch zu verhüten?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Sie genügen, um einen Mißbrauch zu verhuten.

Vorsitzender: In der Presse ist freilich oft gerügt worden, daß das nicht genüge, was im Handelsgesetzbuch bestimmt ist, weil nämlich der Zeitpunkt, wa es zur Kognition kommt, daß vom Eintrittsrecht Gebrauch gemacht wird, willkürlich hinausgeschoben werden könne, weil oft erst im Laufe des Prozesses erkannt werde, daß der Kommissionär selbst eingetreten sei, und inzwischen könne der Kommissionär den Selbsteintritt benutzen, um sich Vartheile anzueignen, die er als reblicher Kommissionär nicht selbst genießen sollte, die dem Kommittenten zu Gute kommen.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Solche Fälle sind mir nicht vorgekommen. Ich kann darüber keine Auskunft geben.

Vorsitzender: Gestern wurde van einem der Herren Sachverstandigen hier geäußert, es müßte wenigstens angeordnet werden, daß alle diese Geschäfte, die auf Selbsteintritt beruhen, an der Börse angezeigt werden und insofern mit auf den Kurs einwirken. Das hängt damit ja auch zusammen. Halten Sie das für etwas Nützliches?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das würde ich nicht für durchführbar halten. Nützlich ist es ja entschieden, wenn es möglich wäre. Das Schönste wäre ja, wenn sich die Bankiers überhaupt in drei Kategorien trennen könnten, in **bankers, brokers** und **jobbers**, und wenn dem **broker** eine bestimmte Provision zugewiesen würde. Es könnte für die Vermittlungsgeschäfte, die er in Effekten macht, die Provision so bemessen werden, wie sie in England ist, also höher als sie im Allgemeinen bei uns üblich ist.

Vorsitzender: Bei uns hat sich eine solche Arbeitstheilung nicht entwickelt.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Sie hat sich eben nicht entwickelt; in Folge dessen läßt sich in dieser Beziehung schwer etwas machen.

Vorsitzender: Einer der Gesichtspunkte, die für Einführung des Selbsteintrittsrechtes maßgebend gewesen sind, war gerade der, daß solche Geschäfte keinen Einfluß auf die Kursfeststellung haben sollen. Hierin liege eine angemessene Schranke für dieses Recht. Würden Sie auch der Ansicht sein?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich halte es eben nicht für durchführbar, und in Folge dessen ist es, glaube ich, nicht geeignet, eingeführt zu werden.

Vorsitzender: Also an den bestehenden Bestimmungen glauben Sie — —

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly** (einfallend): Wird nichts zu ändern sein.

Vorsitzender: Haben Sie sonst noch eine Bemerkung zu machen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** In dieser Beziehung habe ich keine weitere Bemerkung zu machen.

Vorsitzender: Aber vielleicht wegen des Pfandrechts des Kommissionärs?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das Pfandrecht des Kommissionärs aus Artikel 374 und 375 des Handelsgesetzbuchs weiter einzuschränken, halte ich auch für unmöglich. Denn wenn dieses Recht durch Gesetz eingeschränkt wird, dann wird der Bankier immer Mittel und Wege finden, sich das Pfandrecht durch besondere Verträge zu sichern.

Vorsitzender: Es wird bemängelt, daß das gesetzliche Pfandrecht sich nicht bloß auf das spezielle Kommissionsgeschäft erstreckt, sondern auf den laufenden Verkehr, auf den gesammten kommissionsgeschäftlichen Verkehr.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ja, in dieser Fassung werden ja auch die Verträge mit den betreffenden Kommittenten geschlossen, daß sich das Pfandrecht auf alle laufenden Geschäfte erstreckt, die gemacht werden.

Vorsitzender: Das halten Sie für wünschenswerth? Sie würden daran nichts ändern wollen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Daran würde ich nichts ändern. Wenn die Gesetzesparagraphen eine Einschränkung erführen, so würde sich der Bankier durch eigene Verträge zu sichern suchen.

Vorsitzender: Ja, nun könnte man auch dahin kommen, solche Bedingungen zu verbieten, als unerlaubt zu bezeichnen. So weit wollen Sie aber nicht gehen?

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das halte ich doch nicht für richtig.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es könnte doch in Frage kommen, ob man nicht das Pfandrecht auf die

jenigen Effekten beschränkt, die dem verpfändenden Hause eigenthümlich gehören oder über welche das verpfändende Haus ein Pfandrecht einzuräumen berechtigt ist.

Es ist der Fall vorgekommen, daß ein Provinzialbankier nach Berlin ein Effekt — ich glaube, es waren Italiener — geschickt hat lediglich zum Zweck der Kuponbesorgung. Der Provinzialbankier kommt in Konkurs, und nun haften vermöge des generellen Pfandrechts diese italienischen Anleihen für die Forderungen, die das Berliner Haus gegen den Provinzialbankier hat, und der unglückliche Privatmann, der dem Provinzialbankier seine Papiere anvertraut hat, geht seiner Rechte an diesen Papieren verlustig.

Das ist doch unbedingt eine Unbilligkeit, und wenn also das Gesetz in dieser Beziehung eine Bestimmung träfe, daß das Pfandrecht nur auf diejenigen Papiere beschränkt ist, welche dem verpfändenden Bankhaus eigenthümlich gehören oder über welche es ein Pfandrecht einzuräumen berechtigt ist, so glaube ich, würde eine vertragsmäßige Bestimmung, durch welche das Pfandrecht auf fremde Effekten, über die das verpfändende Haus zu verfügen und welche zu verpfänden es nicht berechtigt ist, ausgedehnt wird, an sich gesetzlich unzulässig sein; ein solches Pfandrecht würde also auch nicht im Wege des Vertrages eingeführt werden können.

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Wenn es möglich wäre, das durchzuführen, würde ich es entschieden befürworten. Ich würde diese kommissionsweise Besorgung von Effekten dem Inkassogeschäft gleich erachten.

Vorsitzender: Sie würden es nicht als Kommissionsgeschäft betrachten?

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Ich würde es nicht als Kommissionsgeschäft betrachten, sondern als Inkassogeschäft; also z. B. die Kuponbesorgung von Effekten.

Vorsitzender: Es ist thatsächlich ein Fall vorgekommen, wo ein solcher Auftrag im Kommissionsverkehr gegeben und das Pfandrecht darauf ausgedehnt worden ist. Das hat Herrn Geheimrath Gamp zu der Frage veranlaßt.

Sachv. **van Wallenberg-Pachaly:** Da bin ich nicht Jurist genug. Das sind Fragen juristischer Natur.

Vorsitzender: Ich frage demnach Herrn Stadtrath Kämpf, ob er Mißstände im Kommissionsgeschäft wahrgenommen hat.

Sachv. **Kämpf:** Die Mißstände im Kommissionsgeschäft sind unleugbar und treten immer dann hervor, wenn das Publikum Lust hat, stark zu spekuliren. Wenn das Publikum sieht, daß durch den Einkauf von Effekten etwas zu verdienen ist, dann thut es das eben und wendet sich leider zum Theil auch an solche Bankiers, die das Spekuliren durch kleine Depots begünstigen, dadurch, daß sie die Leute auf dies und jenes aufmerksam machen, sie animiren und auf diese Weise Provision zu gewinnen suchen. Ich glaube aber, daß eine gesetzliche Einschränkung in dieser Beziehung nicht möglich ist. Wir sehen, daß doch Jahre kommen, wo nichts zu verdienen ist, wo das Publikum eben nicht die Möglichkeit sieht, durch Spekulationsgeschäfte etwas zu gewinnen. Da fallen die Mißstände auch mit einem Male wieder fort. Man hört dann jahrelang nichts von diesen Mißständen; und dann kommt wieder eine Zeit, wo eine gewisse Bewegung an der Börse stattfindet, wo große Konjunkturen in der Industrie eintreten, wo das Publikum die industriellen Werthe und andere Effekten kauft, um daran etwas zu gewinnen. Dann fangen dieselben Mißstände wieder an. Eine gesetzliche Einschränkung halte ich nicht für möglich. Wenn man auf das Publikum einwirken könnte, daß es überhaupt weniger spekulirt, dann würden auch die Mißstände viel weniger scharf hervortreten.

Vorsitzender: Es ist weiter die Anregung erfolgt, ob man nicht im Stande wäre, die Grenzen der Depots, die zu geben sind, zu bestimmen, also ein angemessenes Verhältniß zwischen Depot und Engagement herzustellen.

Sachv. **Kämpf:** Das hängt doch von der persönlichen Kreditwürdigkeit jedes Einzelnen ab. Dem Einen beleiht man ein Werthpapier mit 90 Prozent, einem Zweiten mit 95 Prozent und einem Dritten nur mit 75 Prozent. Ich weiß nicht, wie man die Kreditgewährung gesetzlich fixiren soll.

Freiherr **von Huene:** Bei dem Beispiele, das mir bekannt wurde, handelte es sich eigentlich nicht um Kreditgewährung, sondern es dokumentirte sich das ganze Geschäft als Ultimogeschäft, als Spielgeschäft. Es wurde nach dem Kontokorrent auf der einen Seite per ultimo gekauft, auf der anderen Seite per ultimo verkauft, und dem gegenüber steht ein verhältnißmäßig unbedeutendes Depot.

Würde nicht vielleicht dahin zu wirken sein, daß bloß wirklich kreditfähige Personen zu solchen Geschäften zugelassen würden, daß man sagt: wenn die Sache nachher zum gerichtlichen Austrag kommt, beschränkt sich das Recht des betreffenden Kommissionärs darauf, das Depot zu nehmen? Was durch das Depot nicht gedeckt wird, ist für ihn nicht klagbar, das bekommt er nicht, das kann er nicht weiter verfolgen? Das würde dahin führen, bei Leuten, die man nicht kennt, daß entweder recht hohe Depots verlangt werden, oder aber, daß man sich sehr genau über die Kreditfähigkeit des Einzelnen erkundigt.

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Was sagen Sie dazu?

Sachv. **Kämpf:** Ich halte eine solche gesetzliche Bestimmung für ganz unmöglich. Diese müßte dann doch wenigstens auf alle Geschäfte ausgedehnt werden. Wenn ich mir ein Terrain oder ein Haus kaufe und eine Anzahlung mache, dann muß sich der Verkäufer davon überzeugen, mit wem er es zu thun hat, und wenn ich nun mit Imstichlassung meiner Anzahlung mich meines ganzen Engagements sollte entledigen können, so würde ich darin eine große Unbilligkeit finden. Warum soll in dem einen Geschäft etwas Anderes zulässig sein, als in dem anderen?

Freiherr **von Huene:** Diese Termingeschäfte sind doch so ganz besonderer Art, daß man sie nicht mit dem Kauf von Grundstücken vergleichen kann, und daß der Sachverständige, auch der Richter in der Lage sein wird, an dem ganzen Geschäftsbetrieb zu erkennen, ob hier ein wirkliches Geschäft beabsichtigt worden ist, oder ob es sich um reine Differenzgeschäfte handelt.

Sachv. **Kämpf:** In Grundstücken wird augenblicklich viel mehr spekulirt als in Effekten, und auch die Grundstücksgeschäfte vollziehen sich mit verhältnißmäßig geringen Anzahlungen.

Soll nun eine Bestimmung getroffen werden: Wenn einer in Grundstücken spekulirt, dann kann er nur die Anzahlung verlieren, dann ist er nicht mehr verpflichtet, das Grundstück schließlich abzunehmen, dann kann er sich befreien dadurch, daß er die Paar Tausend Mark im Stich läßt, die er angezahlt hat? Ich glaube nicht, daß ein solches Gesetz gemacht werden kann.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, es ist schon früher zur Erörterung gekommen, daß sich Fälle folgender Art im Verkehr mit dem kleinen Publikum sehr stark abspielen: das Geschäft wird gemacht auf ein ganz kleines Depot hin, auf ein Depot, über das hinaus der Betreffende vielleicht gar nicht Geld geben könnte. Die Klauseln, die die betreffenden Kommissionare machen, und die bisher ganz ihrem Ermessen anheimgestellt sind, werden unterschrieben. Diese Klauseln

geben die Berechtigung, auch bei ziemlich leisen Veränderungen, sei es des Werthes des Depots, sei es des Risikos beim Engagement Nachschuß zu fordern. Dann wird dieser Nachschuß bei einer leisen Veränderung gefordert unter dem in den Klauseln reversirten Präjudiz, daß sonst sofort das Engagement gelöst werden kann. Das Engagement wird nun sofort gelöst, und auf diese Weise entsteht Verlust für den Deponenten und Gewinn für den Kommissionär. Solche Fälle werden sich ja wohl bei den respektablen Banken gar nicht ereignen; aber bei dem kleinen Bankier, der sich alle die Rechte vindizirt, die ihm das Handelsgesetzbuch und die Verträge geben, kommt es sehr häufig vor.

Nun lasse ich die Frage, die meines Erachtens in das Gebiet des Differenzgeschäfts gehören würde, ganz dahingestellt, ob in solchem Falle bloß das Depot haften sollte, aber es ist die Frage entstanden, ob es nicht möglich wäre, ein bestimmtes Schema für den Verkehr zwischen den Kredit ihrer Kommissionäre beanspruchenden Kommittenten und ihren Kommissionären durch die Börsenkorporation oder die Börsenältesten entwerfen zu lassen, ich möchte sagen, ein Schema honnetter Handhabung eines derartigen Verkehrs, vermöge dessen wenigstens vermieden werden kann, einmal daß die Frist, die zur Nachschußverstärkung gefordert wird, eine minimale ist — es hat Fälle gegeben, wo Jemand Morgens einen Brief bekommen hat, er soll bis Mittags zur Börse 1000 Mark oder mehr zahlen — und wonach wenigstens nicht die Aenderung der Konjunktur eines bestimmten Tages schon die Berechtigung giebt, derartige Präjudize zu stellen.

Ich meine also, würde es nicht möglich sein, nach dieser Richtung hin Normativbestimmungen zu geben, die ja natürlich unter Ausnahmeumständen — die aber nachgewiesen werden müßten — einmal für den einzelnen Fall überschritten werden können, und ob es da nicht heilsam wäre, daß die ehrengerichtliche Gewalt, die einzurichten ist, sich auch darauf erstrecken dürfte, ob solche Klauseln — ich will es einmal kurz ausdrücken — halsabschneiderisch entworfen oder halsabschneiderisch gehandhabt werden.

Das ist die Frage, wie sie nach meiner Auffassung bei den früheren Erörterungen über diesen Punkt zur Sprache gekommen ist. Die Konsequenz wäre ja eine ganz erwünschte. Wenn also ein Bankier sagt: ja, bei einem geringen Einschuß kann ich mich auf diese Einschränkungen nicht einlassen, dann würde die Konsequenz herauskommen, die Herr von Huene angedeutet hat, daß er sich mit Leuten überhaupt nicht einläßt, die nicht so viel Depot von vornherein geben können, daß für alle solche Fälle der betreffende Kommissionär gedeckt ist.

Sachv. **Kämpf:** Darauf möchte ich zunächst erwidern, daß ein Unterschied zwischen gewöhnlichen und nicht gewöhnlichen Fällen sich nicht wohl machen läßt. Es können sehr häufig mit einem Male größere Schwankungen vorkommen, dann kommen monatelang nur geringe Schwankungen vor, dann wieder sehr bedeutende. Was ist da gewöhnlich, und was ist nicht gewöhnlich? Wenn man von vornherein immer wüßte: bei dem Ankauf dieses oder jenes Papieres kann ich nur so und so viel verlieren, es kommen keine größeren Schwankungen als 5 bis 6 Prozent vor, so wäre das ja sehr wünschenswerth; — aber kein Mensch ist im Stande, das voraus zu sehen; zweitens sehe ich die Hauptremedur darin, daß die Leute, die spekuliren, sich nun auch um das bekümmern, was sie denn eigentlich thun. Warum lesen die Leute nicht die Bedingungen, die ihnen vorgelegt werden? Wenn sie das thäten, würden sie doch aus den Bedingungen ersehen, was ihnen vorgeschrieben wird, und wenn sie das nicht erfüllen können oder wollen, dann sollen sie nicht solche Scheine unterschreiben. Nur dadurch kann die ganze Sache meiner Meinung nach auf eine solide Basis geleitet werden, daß die Leute wirklich sich ansehen, was sie unterschreiben. Aber in Zeiten,

wo derartige Dinge überhaupt vorkommen, unterschreibt das Privatpublikum eben Alles, denn es will spekuliren, spekuliren um jeden Preis.

Vorsitzender: Wir haben bei den früheren Unternehmungen auch die Frage des häufig vorkommenden Schnittes vielfach diskutirt. Es ist von verschiedenen Sachverständigen als schwerer Mißstand zugegeben, daß der Kommissionär nachher denjenigen Kurs wählt, der ihm gerade zusagt, während er anständigerweise dem Kommittenten den für diesen vortheilhaften Kurs gewähren müßte. Haben Sie in dieser Beziehung auch Wahrnehmungen gemacht?

Sachv. **Kämpf:** Es muß leider bestätigt werden, daß derartige Fälle vorkommen. Nur glaube ich nicht, daß sie so oft vorkommen, wie im Allgemeinen angenommen wird.

Vorsitzender: Es wird vorgeschlagen, telegraphische Anzeige des zu einem bestimmten Kurse gemachten Geschäfts zu fordern.

Sachv. **Kämpf:** Das könnte nur für auswärts helfen. — Es könnte in der Stadt ja auch gemacht werden, aber die Kunden verbitten sich das meistens; sie wollen keine Depesche haben.

Vorsitzender: Soweit die Gesetzgebung keine Mittel hat, könnte nicht durch Reglements etwas bestimmt werden?

Sachv. **Kämpf:** Soviel ich weiß, ist vor Kurzem, vor etwa zwei Jahren, ein Reichsgerichtserkenntniß erschienen, das vollständig den Nagel auf den Kopf trifft. Darin ist ausgeführt, wenn ich mich nicht sehr irre, daß dieser sogenannte Schnitt Betrug ist.

Vorsitzender: Ich weiß nicht, welches einzelne Urtheil Sie meinen. Darüber würde uns wahrscheinlich Herr Senatspräsident Wiener nähere Auskunft geben können.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Frage ist schon vor einiger Zeit hier besprochen worden. Ich habe Herrn Kopetzky die Frage vorgelegt.

Darüber ist ja Einverständniß gewesen, daß, wenn ich anläßlich eines mir ertheilten Auftrages als Kommissionär zu einem dem Kommittenten günstigen Kurse abschließe, ich nicht sagen kann: das Geschäft habe ich vorläufig für mich gemacht, um mich nun in die Lage zu setzen, später an demselben Tage zu einem für den Kommittenten ungünstigeren Kurse als Selbstkontrahent aufzutreten. Das glaube ich, werden Sie meinen, wenn Sie auf ein Reichsgerichtserkenntniß — ein spezielles nach dieser Richtung hin ist mir im Augenblick nicht gegenwärtig — hinweisen.

Nun wurde aber erwähnt, auch von Herrn Kopetzky: wenn aber der Betreffende vorher zu einem dem Kommittenten ungünstigen Kurse als Selbstkontrahent aufzutreten den Entschluß gefaßt hat, womit er ja auch alles Risiko seines Entschlusses übernimmt, und wenn er nun das Geschäft, durch welches er sich dann im Laufe der Börse deckt, zu einem günstigeren Kurse macht, so ist das sein Vortheil. Dies wurde prinzipiell zugegeben. Ich glaube auch nicht, daß ein Reichsgerichtserkenntniß existirt, welches etwas Entgegengesetztes sagen könnte. Man könnte nur sagen, daß etwas derartiges auffallend erschiene, und vielleicht deshalb beim Mangel einer erweislich schon vor der Deckung abgesandten Anzeige die Wahrheit bezweifeln.

Nun entstand aber die Frage: Ja, wie kann denn vom Kommittenten kontrolirt werden, ob der Betreffende wirklich in einem bestimmten Moment den Entschluß gefaßt hat, als Selbstkontrahent aufzutreten und ein solches Risiko zu übernehmen? Und da wurde von Herrn Kopetzky gesagt, er müßte telegraphisch in dem Moment Anzeige machen. Es hat sich

bei den weiteren Erörterungen herausgestellt, daß das gar nicht möglich ist, daß höchstens, wenn ein telegraphischer Auftrag zu einem Geschäft erst während der Börse eintrifft, eine Pflicht sich rechtfertigen ließe, in dem Moment, wo man den Entschluß faßt, telegraphisch zu erwidern; aber das eigentlich Reguläre bei der Sache sei, daß, wenn die Börse geschlossen ist, der Kommissionär allen seinen Kunden mittheilt, wie er vorgegangen ist, und so hat sich von diesem Gesichtspunkt allerdings ergeben, daß die ganze Sache schließlich auf einem Zwange zu einem Vertrauen ohne mögliche volle Kontrole beruht. Der anständige Bankier macht einen anständigen Kurs, der nicht anständige nicht.

Vorsitzender: Ein anderer Sachverständiger, der auch hierüber vernommen wurde, Herr Justizrath Winterfeldt, wollte allerdings einen Zwang zu einer telegraphischen Anzeige des Kurses empfehlen und hielt denselben auch für durchführbar.

Sachv. **Kämpf:** Die Praxis an der Börse selbst geht dahin. Die Praxis ist so: alle Aufträge, mögen sie brieflich oder telegraphisch vor Feststellung des ersten Kurses in den Besitz des Kommissionshauses gelangt sein, werden, wenn sich nicht etwa aus der Höhe des Auftrags ergiebt, daß er nicht auf einmal ausgeführt werden kann — z. B. ein Auftrag auf 10 Millionen Rubel russischer Noten kann nicht in einem Moment erledigt, kann nur allmählich ausgeführt werden — zum ersten Kurse ausgeführt, und jeder auswärtige Kommittent bekommt sofort seine Depesche. Die Aufträge, die im Laufe der Börse eintreffen, werden ausgeführt in dem Augenblick, wo der Kommissionär die Depesche an der Börse erhält, und auch dann wird telegraphirt. Dies kontroliren die Kunden außerhalb außerordentlich genau; sie geben ihren Auftrag nicht an einen einzelnen, sondern sie theilen ihn ein, ich will einmal sagen, in drei Theile. Sie schicken drei Depeschen, die eine an A, die zweite an B und die dritte an C. Es bekommen dann drei Kommissionäre an der Börse zu derselben Zeit den Auftrag. In diesem Falle ist es gar nicht möglich, den sogenannten Schnitt auszuführen. Denn wenn die Kurse verschieden sind, die dem betreffenden Kunden nach auswärts telegraphirt werden, dann kommt sofort die Reklamation telegraphisch zurück: ich habe durch B einen besseren Kurs bekommen, als du mir giebst. Wie hängt das zusammen? Ich akzeptire nur den Kurs, den B mir angezeigt hat.

Vorsitzender: Ist es möglich, alle Geschäfte zum ersten Kurse auszuführen?

Sachv. **Kämpf:** Bitte, Herr Präsident, diejenigen Aufträge, die vor Feststellung des ersten Kurses da sind, werden zum ersten Kurse ausgeführt, ganz allgemein, nur mit der Einschränkung, die ich vorhin gemacht habe in Betreff der Größe der Ordre. Dagegen die Aufträge, die im Laufe der Börse kommen, werden in dem Augenblick ausgeführt, wo der Kommissionär den Auftrag erhält, und da wird eben die Kontrole seitens des Kunden dadurch ausgeübt, daß er die Aufträge eintheilt. Also wenn er 30 000 oder 45 000 Mark von einem Papier zu kaufen hat, so giebt er je 15 000 Mark zu derselben Zeit an je einen Kommissionär, und kommen verschiedene Ausführungskurse, so reklamirt er sofort und sagt: du hast mich schlecht bedient. Das „schlechte Bedienen“ kann ja dadurch entstehen, daß es z. B. zwei Minuten länger dauert, bis die Depesche an A in dessen Hände gelangt, als die Depesche an B, oder daß A zehn Depeschen mit einmal bekommt, und die Depesche von dem betreffenden Kommittenten gerade zuletzt geöffnet wird, und daß dadurch ein paar Minuten vergehen. Inzwischen hat B bereits ausgeführt, und A kommt zu spät und muß etwas mehr bezahlen. So kann auch eine Differenz im Kurse vollständig bona fide entstehen. Aber der Kommittent läßt sich das nicht gefallen; er telegraphirt sofort zurück: du hast mir einen schlechteren Kurs gegeben als ein

anderer Kommissionär, das lasse ich mir nicht gefallen, gieb mir auch den guten Kurs. Dann hat man oft seine liebe Noth, um den Kommittenten zu überzeugen, daß man ihn reell bedient hat.

Vorsitzender: Wenn nun mehrere Kaufaufträge und nicht genug Verkaufsaufträge da sind, wie ist es dann möglich, Alles zum ersten Kurse zu liefern?

Sachv. **Kämpf:** Der erste Kurs wird gemacht wie der Kassakurs. Wenn mehr Kaufaufträge als Verkaufsaufträge da sind, dann werden durch höhere Kursgebote die Verkäufer herangezogen, bis die Kaufaufträge ausgeführt werden können.

Vorsitzender: Dann wird ein zweiter Kurs festgestellt?

Sachv. **Kämpf:** Ein zweiter Kurs wird nicht festgestellt. Nach Feststellung des ersten Kurses geht der Handel seinen regelmäßigen Weg.

Vorsitzender: Aber endlich wird ein Schlußkurs festgestellt?

Sachv. **Kämpf:** Irgend ein Kurs muß der letzte Kurs sein.

Vorsitzender: Alle Kurse werden nicht notirt?

Sachv. **Kämpf:** Es wird notirt 125 à 126 à 124, das heißt nun nicht: es ist bloß zu 125, 126 und 124 gehandelt, sondern es kann zu den dazwischen liegenden Kursen ebenfalls gehandelt sein. Es kann also inzwischen auch mit $125^1/_2$ gehandelt sein.

Vorsitzender: Man weiß aber nicht, zu welcher Zeit es gewesen ist.

Sachv. **Kämpf:** Das kann man nicht immer feststellen.

Vorsitzender: Es wird nur der niedrigste und der höchste Kurs in der Notiz aufgenommen?

Sachv. **Kämpf:** Es werden die Schwankungen im Laufe der Börse notirt; wenn nach 124 wieder eine Steigerung auf $125^1/_2$ eintreten würde, so würde letzterer Kurs auch notirt werden.

Vorsitzender: Sie sind der Meinung, daß Schnitte dann und wann vorkommen, daß sie aber nicht so groß sind?

Sachv. **Kämpf:** Nein, sie sind nicht so groß.

Vorsitzender: Und daß sich Mittel dagegen kaum finden lassen?

Sachv. **Kämpf:** Nein.

Graf **von Kanitz:** Ich glaube, daß Herr Präsident Wiener vorhin einen sehr glücklichen Ausdruck gefunden hat, wenn er sagt: das Kommissionsgeschäft, so wie es im Handelsgesetzbuch formulirt ist, beruht gegenwärtig auf einem unkontrolirbaren Vertrauen. Wir haben in früheren Sitzungen bei Vernehmung der Sachverständigen von der Berliner Börse die Frage des Selbsteintrittsrechts des Kommissionärs als eine der wichtigsten Fragen betrachtet, und es wurde damals von einem der Herren Sachverständigen, das erwähnte ich bereits gestern, der Vorschlag gemacht, es müßte jedesmal dem Kommittenten von dem Kommissionär angezeigt werden, sobald derselbe als Selbstkontrahent ins Geschäft eintritt. Dieser Punkt ist nach meiner Ueberzeugung in Uebereinstimmung mit dem damaligen Herrn Sachverständigen der wichtigste, sogar der Kardinalpunkt der ganzen Frage. Für den Kommittenten gewinnt das Geschäft natürlich sofort ein ganz anderes Bild, wenn er weiß, daß der Kommissionär der ihm gegenüberstehende Kontrahent ist, daß der Nutzen, welchen der Kommissionär

zieht, sein Schade ist, daß der Nutzen, welchen er, der Kommittent, macht, der Schade des Kommissionärs ist, und ich glaube, daß sehr viele unerfahrene Privatpersonen sich vor Kommissionsgeschäften — es handelt sich natürlich um Geschäfte mit Bankiers zweiter, dritter Klasse, — sehr hüten würden, wenn sie von vornherein wüßten, der betreffende Kommissionär ist eben der Selbstkontrahent, das Geschäft mache ich mit dem Kommissionär, aber nicht mit einem Dritten, dem der Kommissionär eben so neutral gegenübersteht wie mir.

Nun wurde damals, wie ich schon erwähnte, von einem der Herren der Vorschlag gemacht, es möchte eine Bestimmung dahin getroffen werden, daß der Kommissionär jedesmal verpflichtet ist, dem Kommittenten anzuzeigen, sobald er als Selbstkontrahent eintritt. Ich bemerkte damals, daß es doch seine großen Schwierigkeiten haben würde, eine solche Vorschrift praktisch durchzuführen, weil dem Kommissionär ja immer die Möglichkeit freistehe, einen beliebigen Strohmann zu nennen, und damit den Kommittenten in den irrigen Glauben zu versetzen, daß das Geschäft doch mit einem Dritten gemacht wird, was dann thatsächlich nicht der Fall ist.

Nun habe ich mich inzwischen in die Literatur über diesen Gegenstand vertieft und habe ein Erkenntniß des Reichs-Oberhandelsgericht gefunden, das allerdings aus dem Jahre 1873 stammt, aber durch spätere Entscheidungen nicht modifizirt ist. Ich darf um die Erlaubniß bitten, einen sehr treffenden Satz daraus zu verlesen:

> „Die Befugniß des Kommissionärs, selbst als Kontrahent einzutreten, aber findet, wie in Absatz 1 von Artikel 376 ausdrücklich vorgesehen ist, nur dann Anwendung, wenn der Kommittent nicht ein Anderes bestimmt hat, und diesem Falle steht derjenige selbstverständlich gleich, wo die Natur des in Frage stehenden Geschäfts in einer für Jedermann greifbaren Weise mit sich bringt, daß es nicht die Absicht des Kommittenten sein konnte, ein persönliches Eintreten des Kommissionärs als Kontrahent zuzulassen. Dahin sind aber Auftrige zum Abschluß von Differenzgeschäften allerdings zu rechnen.“

Das Reichs-Oberhandelsgericht geht also von der Annahme aus, daß Differenzgeschäfte ihrer Natur nach solche Geschäfte sind, bei welchen der Kommittent von vornherein verlangen kann, daß der Kommissionär nicht als Selbstkontrahent einträte, weil sonst das Abwicklungsgeschäft für ihn sich jeglicher Kontrole entzieht.

Nun möchte ich mir erlauben, an den Herrn Sachverständigen die Frage zu richten, ob er nicht glaubt, daß diese Vorschrift des Handelsgesetzbuchs eine Reform erfahren könnte, welche sich dem eben vorgelesenen Erkenntniß des Reichs-Oberhandelsgerichts nähert, welche den Kommittenten davor sicher stellt, das der Kommissionär ohne sein Wissen als Selbstkontrahent eintritt. Ich glaube, daß dies sehr wesentlich dazu beitragen würde, das Publikum von leichtsinnigen Kommissionsgeschäften mit zweifelhaften Bankiers zurückzuhalten.

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Wollen Sie darauf antworten?

Sachv. **Kämpf:** Ich kenne das überhaupt gar nicht anders, als daß der Kommissionär bei Mittheilung über die Ausführung des Auftrages sagt, ob er als Selbstkontrahent eingetreten ist oder nicht. Die Anzeige lautet entweder: Ich kaufte für dich; dann ist das Verhältniß des Kommissionärs ja ganz klar, oder: Ich verkaufe an dich, dann ist er als Selbstkontrahent eingetreten. In den meisten Geschäftsbedingungen, die bei Entrirung einer Verbindung unterschrieben werden, behalten sich die Kommissionäre für jeden einzelnen Fall das Recht vor, als Selbstkontrahenten einzutreten. Dieses Eintreten als Selbstkontrahent wird im Uebrigen dem Wesen nach bei Weitem überschätzt, denn die meisten Kommissionäre

sind Kommissionäre im Sinne des Gesetzes, wählen oder die Form des Selbsteintritts, weil sie glauben — ich will dahin gestellt sein lassen, ob mit Recht oder Unrecht —, daß, im Falle der Kommittent säumig ist, sie leichter dazu kommen, die Zwangsregulirung herbeizuführen. Sie nehmen an, daß, wenn das Geschäft in der Form des Kommissionsgeschäfts ausgeführt ist, sie erst ans Gericht gehen und sich die Genehmigung zum Verkauf der angekauften Werthpapiere geben lassen müssen, während, wenn die Form des Selbsteintritts gewählt ist, alsdann die Bestimmungen des Handelsgesetzbuches über den Kauf Platz greifen.

Ob das ganz richtig ist, kann vielleicht bezweifelt werden, aber die allgemeine Meinung geht dahin, und deswegen ist der Eintritt als Selbstkontrahent in neun Zehnteln aller Fälle nur die Form und nicht das Wesen, und nur in sehr wenig zahlreichen Fällen ist es in der That so, daß der Kommissionär auf Grund des Auftrags seines Kommittenten dem letzteren gegenüber als Spekulant auftritt. In dem Gros der Fälle wird, wie gesagt, die Form des Selbsteintritts nur aus praktischen Rücksichten gewählt.

Graf **von Kanitz:** Aber Sie werden zugeben, daß das Interesse des Kommissionärs ein ganz anderes ist, wenn er dem Kommittenten als Selbstkontrahent gegenübersteht.

Sachv. **Kämpf:** Nein, das gebe ich nicht zu.

Graf **von Kanitz:** Er wird beispielsweise, wenn ich das erwähnen darf, unter mehreren Kursen, die an einem Tage an der Börse gehandelt werden, nicht denjenigen aussuchen, der für den Kommittenten der günstigste ist, sondern er wird in die Versuchung geführt werden, denjenigen Kurs zu wählen, welcher ihm der günstigste und dem Kommittenten der nachtheiligste ist. Natürlich, ich wiederhole, ich spreche hier niemals von dem soliden und zuverlässigen Bankier, sondern von solchen Bankiers, welche ein Geschäft daraus machen, das Publikum zum Börsenspiel zu verleiten.

Wir haben hier verschiedene Aktenstücke, die ich ja auch zum Theil durchgesehen habe, welche deutlich erkennen lassen, daß der Kommittent bis zum letzten Augenblick, ich darf sagen, bis zu seiner Pleite, in Zweifel darüber gehalten worden ist, ob der Kommissionär ihm als Selbstkontrahent gegenüberstand oder nicht. Ich habe damals Briefe aus einem Aktenstück verlesen, wo der bereits bankerotte Kommittent den Kommissionär flehentlich bat, er möchte nun doch den günstigsten Zeitpunkt aussuchen, um die Effekten, die da noch lägen, vortheilhaft zu verkaufen. Er bildete sich also ein, daß die Effekten wirklich mit dritten Personen gehandelt worden seien, während aus dem übrigen Inhalt der Akten klar hervorging, daß der betreffende Bankier dem Kommittenten als Selbstkontrahent gegenüberstand, was sich am klarsten aus dem Umstande ergiebt, daß der Kommissionär für sich selbst den Antrag auf Verkauf des Depots beim Gericht formulirte. Er hätte diesen Antrag sonst nicht in seinem Namen stellen müssen, sondern im Namen des Dritten, welcher also dem Kommittenten als Kontrahent gegenüberstand.

Meine Herren, es sind also wirklich bei diesen Geschäften — ich bitte, das nicht außer Augen zu lassen — doch gewiß Mißstände vorhanden, welche meiner Ansicht nach hauptsächlich daraus resultiren, daß das Publikum darüber im Unklaren gehalten wird, ob der Kommissionär als Selbstkontrahent in das Geschäft eingetreten ist oder nicht, und ich wiederhole, eine ganze Anzahl von Privatpersonen würden sich von solchen Börsengeschäften überhaupt fern halten, wenn sie wüßten, daß sie Geschäfte mit dem Kommissionär selbst machen, oder nicht mit einem beliebigen Dritten an der Börse.

Vorsitzender: Der Standpunkt eines bei den Debatten in der Nürnberger Handelsgesetzkommission gemachten Vorschlags ging dahin, daß der Kommissionär sofort von dem

Selbsteintritt dem Kommittenten Anzeige machen müsse, während der preußische Entwurf, der später Gesetz geworden ist, die Frage zunächst vollständig in der Schwebe läßt.

Wäre es nun nicht im Interesse des Publikums, daß der Kommissionär bald mit der Absicht hervorträte, selbst eintreten zu wollen, also daß er wenigstens genöthigt würde, mit der Anzeige von der Ausführung jedes Geschäfts auch diese Mittheilung zu verbinden? Das geschieht ja nämlich häufig nicht; das Handelsgesetzbuch bestimmt nur, daß dann der Kommittent berechtigt sei, den Kommissionär als Selbstkontrahent in Anspruch zu nehmen.

Glauben Sie nicht, daß nach dieser Richtung hin Verbesserungsvorschläge sich empfehlen möchten?

Sachv. **Kämpf:** Ich muß gestehen, daß mir Fälle nicht bekannt geworden sind, wo der Kommissionär als Selbstkontrahent eingetreten ist, und wo nicht sofort bei der Ausführung des Auftrages gesagt worden wäre, in welcher Weise der Auftrag ausgeführt ist.

Vorsitzender: Die Fälle kommen aber vor, wie zahlreiche Prozesse zweifellos ergeben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube, wir müssen zwei Fragen unterscheiden. Die eine Frage ist die, ob es nicht wünschenswerth ist, auch in Betreff eines ausgeführten Geschäfts, an welches also der Kommittent nun gebunden ist, in einer kurzen Frist nach der Anzeige der Ausführung auch Sicherheit für den Kommittenten darüber anzustreben, ob das Geschäft bei einem Dritten ausgeführt ist, oder ob die betreffende Person als Selbstkontrahent eingetreten ist. Der Herr Sachverständige steht bei der Auskunftsertheilung zu sehr auf dem Boden des vornehmen Bankiers. Es ist uns nämlich da gesagt worden, daß vielfach diese Herren ausdrücklich in ihren Geschäftsbedingungen sagten: „wenn ich nichts Anderes erkläre, dann bin ich Selbstkontrahent". Aber in den weitaus meisten Fällen, die ich gesehen habe, ist nur das Wahlrecht in den Reversen vorbehalten, wie auch im Gesetz nur das Wahlrecht vorbehalten ist. Nun ist das in dieser Weise in der Praxis ausgelegt worden, daß eine bloße Anzeige, das Geschäft sei ausgeführt, auch wenn sie in den Formen geschehe: „ich kaufte von Ihnen"; „ich verkaufe an Sie", noch keine Erklärung über die getroffene Wahl sei, sondern daß der Kommissionär noch später, so lange überhaupt noch von einer Rechenschaft die Rede sein kann, sich darüber erklären könnte, was er eigentlich zu dem betreffenden Zeitpunkt gemacht habe. Ich glaube nun, gegen den Vorschlag, diese Ungewißheit zu beseitigen, wird sich kaum auch von Seiten des Herrn Sachverständigen etwas einwenden lassen. Wenn ein Bankier in seinen Geschäftsbedingungen bereits erklärt: wenn ich dir bei Verkaufsanzeige nichts Anderes sage, so bin ich Selbstkontrahent; dann weiß ja der Kommittent, wenn er eine andere Anzeige nicht bekommt, woran er ist. Wenn das aber nicht der Fall ist, so soll, wenn mit der Anzeige der Kommissionär nicht erklärt: ich bin Selbstkontrahent, der Kommittent annehmen dürfen, daß der Kommissionär gewählt hat, den Auftrag mit einem Dritten auszuführen. Das ist der eine Punkt, aber nicht der schwierigste.

Die zweite Frage ist die, ob es nicht gewisse Fälle giebt, in welchen implicite in dem Auftrage des Kommittenten der Wille zum Ausdruck gebracht ist: Du mußt das Geschäft mit einem Dritten machen. Das Eintrittsrecht enthält ja, wie der Herr Sachverständige auch gesagt hat, zwei Dinge, einmal den Gesichtspunkt, zu einer glatten äußeren Feststellung zu kommen, daß der Kommissionär sagt: „Du sollst nur mit mir zu thun haben. Die Rechnungslegung ist damit vereinfacht, du brauchst dich nicht mit einem Dritten betreffend die Erfüllung einzulassen; ich mache aber das Geschäft doch mit einem Dritten." Das Zweite ist aber, daß der Kommissionär

den Selbsteintritt dazu benutzt — und dazu wäre er ja noch dem Gesetz durchaus befugt —, das Geschäft in sich zu machen, es also nicht auszuführen. Verschiedentlich, ja ich muß sagen typisch, wird nun in den Prozessen aus dem Kommissionsverhältniß in Zeitgeschäften vom Kommittenten, wenn er bezahlen soll, der Einwand erhoben, derselbe habe trotz Einräumung des Wahlrechts und empfangener Mittheilung, daß der Kommissionär als Selbstkontrahent auftrete, nicht entfernt beabsichtigt, daß das Geschäft vom Kommissionär lediglich in sich gemacht werden solle, daß er mit einem Manne zu thun haben solle, welcher in dieser Spekulation der Gegeninteressent sei, und da ist nun eben die Frage: ist nicht beim Zeitgeschäft eine natürliche Interessenkollision vorhanden, welche den Kommissionär hindern müßte, das Geschäft in der Weise auszuführen, daß er es nicht mit einem Dritten macht, sondern sich als Spekulant dem Betreffenden gegenüberstellt?

Mir liegt hier ein Fall vor; da sagte der Kommittent: ich stehe mit dir in Geschäftsverbindung, wir stehen in einer Vertrauensstellung, was du mir in Bezug auf den Abschluß und die eventuelle Deckung von Zeitgeschäften vorschlägst, empfiehlst du mir. Du schreibst zehn Tage, bevor der Ultimo da ist: ich möchte die Engagements decken, die Diskonto-Kommandit, die ich gekauft habe, fallen, respektive die gekauften steigen. Ich gehe darauf ein; nachher zeigt sich, der Rath war falsch. Es wäre für mich viel besser gewesen, ich wäre in der Spekulation geblieben. Nun höre ich, du hast überhaupt gar nicht das Geschäft mit einem Dritten gemacht, sondern du bist es, der natürlich interessirt war, will ich einmal sagen, mir einen falschen Rath zu geben.

Also ich möchte fragen, ob da nicht als zweiter Verbesserungsvorschlag ein Vorschlag des Inhaltes möglich ist, daß gesagt würde: der Kommittent muß bei Ultimogeschäften, bei Ertheilung des Auftrages ausdrücklich erklären, daß er damit einverstanden ist, daß der Kommissionär das Geschäft in sich macht; sonst hat der Kommittent den Einwand, auch wenn der Andere als Selbstkontrahent eingetreten ist, zu sagen: du hast das Geschäft in einer meinem Willen widersprechenden Weise ausgeführt. Nach der Natur des Auftrages, den ich gegeben habe, war es erforderlich, daß du das Geschäft mit einem Dritten machtest, und daran ändert das allein nichts, daß du als Selbstkontrahent einzutreten dir allgemein bedungen oder auch speziell bei der Ausrichtungsanzeige eingetreten zu sein erklärt hast.

Die Herren Sachverständigen haben uns damals gesagt: Jeder solide Bankier deckt auch das Geschäft. Ich möchte aber immer wieder darauf zurückkommen, wir wollen nicht bloß aus den feinsten Geschäftsgebahrungen unsere Entscheidungen treffen über Alles, was zu thun ist. Es giebt offenbar eine ganze Reihe von Häusern, die sich nicht decken, die also in diesem Sinne unsolide sind. Derartige Bestimmungen aber könnten doch den ehrenhaften Bankier nicht beschränken, und alsdann könnte der Einwand nicht erhoben werden. Denn wenn ich ausdrücklich als Kommittent dem Betreffenden beim Auftrage sage: du bist befugt, das Geschäft in dir zu machen, dann ist der Einwand hinfällig.

Vorsitzender: Es ist allerdings eine Bestimmung des österreichischen revidirten Entwurfs zum Handelsgesetzbuch, daß es zum Selbsteintritt einer ausdrücklichen Zustimmung des Kommittenten bedarf. Es ist die Frage, ob das nicht den Vorzug verdient. Die Kommission in Nürnberg hat jedoch den freieren preußischen Entwurf angenommen. Was meinen Sie (zum Sachverständigen) dazu?

Sachv. **Kämpf:** Ich möchte auf die Frage des Herrn Präsidenten Wiener antworten, daß in dem Augenblick, wo derartige Bestimmungen eingeführt werden, die Strohmänner sofort in Kraft treten würden. Dann würden alle Bestimmungen wieder werthlos sein.

Ich meine aber auch, diese Prozesse — sie sind mir nicht in dem Umfange bekannt, ich kenne nur einzelne — rühren doch alle von schikanösen Leuten her, gegen die eigentlich der Bankier geschützt werden müßte.

(Heiterkeit.)

Ja, ich will gewiß die unsoliden Bankiers gar nicht in Schutz nehmen. Aber derartige chikanöse Privatleute sind gemeingefährlich, und gegen die müßte der Bankier geschützt werden, der in dem guten Glauben, es mit anständigen Leuten zu thun zu haben, mit ihnen Geschäfte gemacht hat.

Vorsitzender: Es kommt aber auch das Umgekehrte vor. Aus einer Eingabe, die wir dieser Tage bekommen haben, geht das hervor.

Sachv. **Kämpf:** Das kann ich nicht bestreiten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte an den Herrn Sachverständigen einige andere Fragen richten, zunächst, ob es sich nicht empfehlen möchte, die Kursfeststellung für Zeitgeschäfte in der gleichen Weise zu bewirken, wie für Kassageschäfte, dergestalt, daß mehrere Male ein Einheitskurs festgestellt wird, also daß man, will ich einmal sagen, zum ersten, zum Mittel und zum letzten Kurse handeln kann, daß aber diese drei Kurse festgestellt werden, der eine zu Beginn der Börse, der zweite in der Mitte und der dritte zum Schluß, ebenso wie der Einheitskurs für Kassageschäfte, um auf diese Weise das Schneiden überhaupt unmöglich zu machen.

Sachv. **Kämpf:** Der Schnitt würde dadurch nicht unmöglich gemacht werden. Denn wenn Sie dreimal Kurse feststellen, so sind zwischen diesen drei Kursen immer noch andere Kurse vorhanden. Das Zeitgeschäft bewegt sich nicht so, daß um 12 Uhr ein Zeitgeschäft gemacht wird, dann wieder um 1 und um 2, sondern zwischen 12 und 1 und zwischen 1 und 2 finden in jedem Moment, in jeder Sekunde Abschlüsse statt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Gewiß. Aber ließe sich nicht eine ähnliche Einrichtung treffen, wie im Kassageschäft? Im Kassageschäft ist es so, daß alle Geschäfte, die am ganzen Tage zur Effektuirung kommen, schließlich zu einem Einheitskurse berechnet werden. Wenn also eine ähnliche Einrichtung für Zeitgeschäfte bestände, daß nicht einmal, sondern ich will sagen, zwei- oder dreimal ein Einheitskurs festgestellt würde, dergestalt, daß alle Geschäfte, welche bis zum ersten Termin eingehen, nach dem ersten Kurse, wie das ja jetzt auch ist, abgerechnet würden, die anderen Geschäfte, die im Laufe der Börse bis zum zweiten Termin eingehen, nach dem Mittelkurse und die Geschäfte, die nach dieser Zeit eingehen, zum Schlußkurse abgerechnet würden, dann würde doch, glaube ich, das Schnittmachen unmöglich gemacht oder wenigstens sehr beschränkt werden.

Sachv. **Kämpf:** Es wird doch aber inzwischen gehandelt!

Vorsitzender: Herr Geheimrath Gamp denkt es sich so, daß nur in demselben Sinne wie bei Kassageschäften, also vorbehaltlich der Feststellung des einheitlichen Kurses, Zeitgeschäfte gemacht würden, nur daß er den Unterschied machen will, daß das beim Zeitgeschäft dreimal geschieht, während es beim Kassageschäft einmal geschieht. Ist das nicht möglich?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Von einem der Herren Sachverständigen ist das befürwortet worden.

Sachv. **Kämpf:** Das halte ich für unausführbar.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann wollte ich fragen, ob nicht ein Bedenken gegen das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs daraus herzuleiten ist, daß die Feststellung

der Kurse nicht eine derartig zuverlässige ist, um eine zuverlässige und unanfechtbare Grundlage für Berechnung der Geschäfte zwischen dem Kommittenten und dem Kommissionär zu gewähren. Ohne daß unlautere Beeinflussungen gemacht werden — die scheide ich von vornherein aus —, ist die Sache doch so, daß unter Umständen ein verhältnißmäßig kleines Geschäft die Kursnotirung nach oben oder nach unten beeinflußt. Wir haben die krassesten Beispiele wohl bei dem Polke'schen Prozeß gesehen. Es wird durch eine Steigerung der Nachfrage vom Kommissionär selbst der Kurs entsprechend erhöht, und auf Grund dieses erhöhten Kurses werden nun von dem Kommissionär vielleicht zehnfach oder hundertfach größere Geschäfte abgerechnet. Es wird ja behauptet, daß viele Effekten gewissermaßen als eine Domäne bestimmter Häuser angesehen werden, daß also die Häuser den Kurs in gewissem Umfange in der Hand hätten, dadurch, daß sie das Angebot zurückhalten oder das Angebot steigern, wie es ihnen paßt. Kommt da nicht der Kommissionär vielfach mit seinen Pflichten, die er gegen den Kommittenten hat, in Kollision, und läßt sich eventuell dagegen etwas machen?

Sachv. **Kämpf:** Ich habe schon gestern auseinandergesetzt, wie der Kurs an der Börse gemacht wird, daß die beste Kontrole für die Richtigkeit der Kurse die Oeffentlichkeit ist. Wenn eine ungerechtfertigte Steigerung eines Kurses eintritt, dann sind sofort eine Masse Börsenbesucher da, die sich für das Papier interessiren und sagen: Nein, das ist ja ganz ungerechtfertigt, zu dem Preise geben wir auch. Dann wird der Kurs eben nicht so hoch, wie ursprünglich angenommen, er wird so niedrig, daß schließlich alle Interessenten befriedigt sind.

Geheimer Ober-Regierungrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige hat mich mißverstanden. Ich meine durchaus nicht eine unlautere Beeinflussung der Kurse, sondern ich halte es für bedenklich — die Kursfeststellung ist doch weiter nichts, als die Registrirung der Thatsache, daß zu diesem Preise gehandelt ist — aus der Thatsache, daß zu diesem Preise ein Geschäft oder eine geringe Anzahl von Geschäften abgeschlossen ist, den Schluß zu ziehen, daß auf Grund dieses Preises der Kommissionär berechtigt sein soll, hundertfach größere Geschäfte abzuwickeln, daß also diese Thatsache, daß an diesem Tage ein Geschäft zu 100 abgeschlossen ist, genügt, um den Kommissionär zu berechtigen, eine große Anzahl weiterer Geschäfte auf Grund dieses Kurses von 100 abzurechnen.

Sachv. **Kämpf:** Das halte ich für vollständig richtig. Denn für den Fall, daß es anders wäre, daß es verboten werden sollte, würden sich die Geschäfte einfach in zwei Theile zertheilen. Dann würden die großen Aufträge an die Börse kommen, und es würde das betreffende Haus durch einen Dritten diese Aufträge befriedigen lassen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie meinen, daß man dann zu Strohmännern seine Zuflucht nehmen würde? Würden das nun auch angesehene Firmen thun? Sie deuteten erst schon an, wenn man das Selbsteintrittsrecht zu sehr erschwerte, würden die Bankiers genöthigt sein, zu Strohmännern ihre Zuflucht zu nehmen. Ich glaube doch, daß eine große Anzahl von Personen sich davor scheuen würde, oder meinen Sie nicht?

Sachv. **Kämpf:** Wir würden es ganz unbedingt thun müssen. Sie würden uns dazu zwingen, wenn Sie ein derartiges Gesetz machen. Ich bitte Sie, nur den Fall der deutschen Anleihen anzunehmen. Wenn 400 Millionen preußische und deutsche Anleihe an den Markt kommen, sind höchstens für 80 oder 100 Millionen Mark die Personen vorhanden, welche als endgiltige Käufer auftreten. Der ganze Rest geht über in die

Hände von Bankiers, die nun allmählich an ihre Kundschaft verkaufen. Anders wickelt sich kein Anleihegeschäft ab. Die Bankiers haben schließlich das Gros der Anleihe im Portefeuille. Jetzt bekommt der Bankier Auftrag, 2 Millionen zu kaufen. Natürlich giebt er die 2 Millionen aus sich selbst. An der Börse durch den vereideten Makler werden vielleicht 200 000 Mark gehandelt, und der Bankier giebt an seinen Kommittenten die 2 Millionen zu dem Kurse, den der vereidete Makler auf Grund der in den Händen des letzteren befindlichen Aufträge feststellt.

Vorsitzender: Wenn Sie diese nun an die Börse geben, würden Sie den Kurs wahrscheinlich beeinflussen.

Sachv. **Kämpf:** Sie würden den Kurs nicht beeinflussen. Denn wenn der Bankier die Aufträge zum Kauf von 2 Millionen Mark Konsols an die Börse giebt, so kann ihm doch sein Wille, aus seinem Bestande einen gleichen Betrag zu verkaufen, nicht beschränkt werden. Das Resultat würde nur sein, daß dem Makler Courtage gezahlt werden müßte, für den Kommittenten also das Geschäft vertheuert würde.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich würde den Handel in solchen Effekten ausscheiden, bei denen so viel Material am Markte ist, daß der festgestellte Kurs in der That als ein solcher anzusehen ist, zu dem größere Quantitäten gekauft und verkauft werden konnten. Ich halte das Selbsteintrittsrecht vorzugsweise nur für bedenklich bei solchen Effekten, die in so geringen Quantitäten auf den Markt kommen, daß der Kommissionär ohne große Mühe die Kurse nach seinen Interessen beeinflussen kann.

Vorsitzender: So ist es mit den Aktien der Fassonschmiede beispielsweise geschehen; das sind ja diese Fälle.

Sachv. **Kämpf:** Ja, ja.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** An sich ist das doch ein wunderbarer Zustand, daß die Thatsache, daß Polke an der Börse vielleicht nur 10 000 Mark Fassonschmiede gekauft hat, und durch diesen Kauf den Kurs hinaufgetrieben hat, dieses Rechtsgeschäft nun die Grundlage dafür giebt, daß alle übrigen Geschäfte, die er oder etwa andere Kommissionäre mit ihren Kommittenten in Fassonschmiede machen wollen, nach diesem erhöhten Kurse abgerechnet werden. An sich ist diese Kursfeststellung eigentlich nur die Registrirung der Thatsache, daß ein oder mehrere Geschäfte zu diesem Kurse abgeschlossen sind.

Sachv. **Kämpf:** Dagegen giebt es ein sehr einfaches Mittel: das Publikum limitirt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es giebt allerdings ein noch einfacheres Mittel: wenn das Publikum sich gar nicht daran betheiligt.

Sachv. **Kämpf:** Das würde das allerbeste sein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Aber ich glaube, derartige Mittel würden keinen großen Nutzen schaffen.

Sachv. **Kämpf:** O bitte, darf ich darauf antworten? — Ein großer Theil des Publikums ist gewöhnt, die Aufträge limitirt zu geben, und zwar gerade bei den Papieren, die großen Schwankungen unterworfen sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das würde doch aber auch ein nicht ganz ausreichender Schutz sein. Denn innerhalb dieser Grenzen würde ja der Kommissionär sich auch die erwähnten Vortheile aneignen können.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Im Anschluß an das, was Herr Geheimrath Gamp bemerkt hat, möchte ich den Herrn Sachverständigen fragen, ob er glaubt, daß sich an den Mißständen, die gerügt wurden, und die

z. B. in dem Prozeß Polke hervorgetreten sind, etwas ändern würde, wenn durch das Verbot des Selbsteintritts in einem solchen Falle der Bankier, wie hier also der Herr Polke, genöthigt würde, mit den Aufträgen seiner Kommittenten, die nach seinen Rathschlägen solche Papiere kaufen wollen, an die Börse zu gehen, ob die Kurssteigerung, die da vermieden werden soll, nicht eben dadurch herbeigeführt werden würde, daß die Leute mit illimitirten Aufträgen ihren Kommissionär an die Börse schicken, und ob nicht die Kurssteigerung, die schließlich dem Bankier zu Gute kommt, ihm auch auf diesem Wege gerade so zu Gute kommt.

Sachv. **Kämpf:** Ebenso gut!

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte mir die fernere Frage erlauben, ob nicht nur nicht ebenso gut das erreicht werden würde, sondern sogar der Kommittent noch mehr geschädigt würde. Denn es ist immer anzunehmen, daß ein Haus — nehmen wir einmal an, ein Haus wie Polke, der seine Kommittenten doch immerhin noch gut zu behandeln ein Interesse hat — so billig giebt, als es im Uebrigen glaubt, es mit seinen Interessen vereinigen zu können, während wenn z. B. der Polkesche Kunde nicht bei Polke gekauft hätte, sondern an ein anderes Haus gewiesen worden wäre, Polke Interesse haben würde, den Kurs noch höher zu stellen, um es dem anderen Hause nicht zu billig zu geben.

Sachv. **Kämpf:** Das würde die natürliche Folge sein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich würde doch glauben, daß es ein sehr einfaches Mittel gäbe, wenn diese massenhaften unlimitirten Aufträge an die Börse kommen, die Schädigung des Publikum zu hindern, und ich weiß auch, daß die Aeltesten wiederholt von diesem Mittel Gebrauch gemacht haben, nämlich einfach die Kursnotirung zu verweigern, und wenn das mehrere Male vorkäme, würde sich gewiß Polke hüten, in einer derartigen Weise vorzugehen.

Dann wollte ich noch zum Schluß folgende Frage an den Herrn Sachverständigen richten. Ich habe Herrn von Wallenberg gefragt, ob sich nicht eine Einschränkung des Pfandrechts nach der Richtung empfiehlt, daß fremde Effekten nicht dem allgemeinen Pfandrecht unterliegen. Ließe sich nun nicht folgende Bestimmung aufnehmen, daß diejenigen, die Effekten dem Berliner Bankier — ich will bei dem praktischen Beispiel bleiben — zu irgend welchem Zwecke anvertrauen, genöthigt sind, wenn das Effekten sind, über welche sie ein Pfandrecht einzuräumen nicht befugt sind, dies von vornherein zu erklären; ich möchte annehmen, daß auf diese Weise der Berliner Bankier vor irgend welcher Schädigung geschützt ist. Natürlich müßte die Befolgung dieser Vorschrift seitens des Provinzialbankiers durch Ordnungsstrafe gesichert werden. Wäre das nicht ein Mittel, die gegenseitigen Interessen des Berliner Bankiers und des Privatpublikums zu vereinigen?

Sachv. **Kämpf:** Das würde heißen: das Geschäft auflösen. Denn wenn der Provinzialbankier dem Berliner Bankier 30 000 Mark preußische Konsols schickt mit dem Auftrage, sie erst zu verkaufen, wenn der Kurs 108 sein wird, inzwischen ihm sagt: das Papier gehört mir nicht, das gehört einem Fremden, so kommt doch einmal der Termin, wo das Papier verkauft wird, und was soll nun mit dem Gegenwerth dieser 30 000 Mark geschehen? Der Berliner Bankier weiß, daß die Konsols dem Provinzialbankier nicht gehört haben. An wen soll er jetzt den Gegenwerth der 30 000 Mark zahlen?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Darüber kann doch wohl rechtlich kein Zweifel sein. Wer ihm das Papier zum Verkaufe schickt, dem muß er das Geld schicken.

Sachv. **Kämpf:** In dem Falle nicht, wo ihm vorher gesagt ist: das sind fremde Papiere, die gehören mir gar nicht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Nur zu dem Zwecke, um die Entstehung eines Pfandrechts zu hindern, um den Berliner Bankier zu schützen.

Sachv. **Kämpf:** Es würde der Dritte, dem die Papiere gehört haben, wenn der Provinzialbankier in Konkurs kommt, zu dem Berliner Bankier sagen können: Nein, das geht nicht, die 30 000 Mark gehören mir.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Natürlich, dies soll damit erreicht werden. Damit wird aber auch der Berliner Bankier geschützt. Uns hat der Herr Geheimrath Frentzel gesagt, daß er auch bei seinem Bankhaus eine Reihe von Privatdepots habe, die nicht dem allgemeinen Pfandrecht unterliegen. Hierauf würde auch der Vorschlag hinauslaufen; es würde eben einfach ein Spezialdepot für diese einzelnen Effekten konstruirt werden.

Sachv. **Kämpf:** Sicherlich kann ich meinem Bankier, bei dem ich meine Papiere liegen habe, sagen: die und die Papiere lege in ein besonderes Depot, sie gehören mir nicht, sie sind nicht verpfändbar. Nun nehmen Sie an, das hat ein Provinzialbankier dem Berliner Bankier gegenüber mit den 30 000 Mark Konsols gethan. Nach einiger Zeit giebt der Provinzbankier den Auftrag, diese 30 000 Mark Konsols zu verkaufen und den Erlös ihm gegen das Debet, in welchem er sich bei dem Berliner Bankier befindet, gutzuschreiben. Das thut der Berliner Bankier. Nach vier Wochen kommt der Provinzbankier in Konkurs. Soll nun der Berliner Bankier auf Verlangen des Eigenthümers der Effekten die 30 000 Mark wieder herausgeben?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp** (der inzwischen den Vorsitz übernommen hat): Jawohl!

Sachv. **Kämpf:** Folglich muß sich, bevor der Erlös von derartig liquidirten Papieren dem Provinzialbankier seitens des Berliner Bankiers gutgeschrieben wird, der Berliner Bankier überzeugen, daß er dazu berechtigt ist. Er muß also von dem Eigenthümer der Papiere einen Revers bekommen: Du kannst den Erlös dieser 30 000 Mark dem Provinzialbankier gutschreiben. Andernfalls würde der Berliner Bankier sich der Gefahr aussetzen, nach Jahren noch bona fide gutgeschriebene Beträge herauszahlen zu müssen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das verstehe ich nicht. Ich meine, die Erklärung hat doch keinen anderen Inhalt, als daß der Mittelkommissionär erklärt: Ich bin allerdings im Verkehr dir gegenüber zur Disposition über die Papiere berechtigt, aber ich kann sie nicht verpfänden. Weiter kann er doch nichts sagen. Also der Berliner Bankier muß sich sagen, wenn er die Kreditwürdigkeit seines Provinzialkommittenten bemißt, daß er diese Objekte, respektive deren Erlös nicht dabei in Betracht ziehen kann. Aber natürlich ist er vollkommen befugt, rechtlich über das Geschäft abzurechnen mit seinem Provinzialkommittenten, zu geben, zu nehmen.

Sachv. **Kämpf:** Wenn er sagt, daß er sie nicht verpfänden kann, so geht daraus hervor, daß die Papiere nicht sein Eigenthum sind, und wenn dies der Fall, so kann der Berliner Bankier über den Erlös nur mit Genehmigung des wirklichen Eigenthümers verfügen. Er muß also von dem wirklichen Eigenthümer in jedem Falle die Ermächtigung erhalten, den Betrag dem Provinzialbankier gutzuschreiben.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Gesetzgebung ist ja in dieser Beziehung souverän, und wenn nach dieser Richtung hin Bedenken bestehen, könnte sie ja die Gesetzgebung beseitigen.

Ich möchte aber nun den Herrn Sachverständigen bitten, zu sagen, was er gegen diesen Vorschlag einzuwenden hätte, wenn seine Bedenken beseitigt werden, wenn also der Berliner

Bankier berechtigt würde, event. auf dem Wege der Gesetzgebung, wie das Herr Präsident Wiener sagte, alle sonstigen Arrangements mit dem Provinzialbankier zu machen, nur daß die Papiere von dem Pfandrecht ausgeschlossen sind?

Sachv. **Kämpf:** Wenn die Gesetzgebung mit klipp und klaren Worten sagt: der Provinzbankier kann über derartige Papiere oder deren Gegenwerth in jeder ihm beliebigen Weise verfügen, nur verpfänden darf er sie nicht: dann bin ich völlig einverstanden.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir würden doch dann wenigstens die Fälle ausschließen, von denen ich vorhin einen erwähnt habe, und die gar nicht selten vorkommen, daß ein Privatmann durch einen Provinzialbankier Effekten lediglich zur Vornahme eines Verwaltungsaktes nach Berlin schickt, und daß diese Effekten nun dem allgemeinen Pfandrecht unterliegen, welches das Berliner Haus gegen den Provinzialbankier hat, ein Fall, in dem doch die Unbilligkeit ganz klar auf der Hand liegt.

Also damit wären Sie einverstanden?

Sachv. **Kämpf:** Es giebt noch ein Mittel, das die Sache vielleicht viel einfacher macht, wenn nämlich keine Papiere ohne Talons ausgegeben würden. Damit würden wenigstens derartige Fälle unmöglich sein, wie mit der italienischen Rente, was gewiß ein großes Unglück und sehr großes Mißgeschick war, daß das Publikum sich Monate lang seines ganzen Besitzes entäußern mußte, um die neuen Titres zu erlangen.

Stellvertr. Vorsitzender: Das würde nicht für alle Fälle schützen, wenn die Papiere mit Talons versehen werden. Es kann ja noch andere Fälle geben. Z. B. ich schicke Papiere, um eine Kaution für irgend welchen Zweck zu bestellen. Dann würde man doch sagen: Es ist unbillig, daß das Pfandrecht des Berliner Bankiers auf diese Effekten ausgedehnt wird.

Aber wir haben uns ja nach der Richtung hin verständigt; Sie sind der Ansicht, daß keine Bedenken entgegenständen, in solchen Fällen die Effekten von dem allgemeinen Pfandrecht des Kommissionärs auszunehmen, wenn die Gesetzgebung Vorsorge dafür träfe, daß im Uebrigen der Berliner Bankier mit dem Provinzialbankier Abrechnung halten könnte.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich weiß nicht, ob wir darüber ganz klar sind. Ich kann mir gar nicht denken, daß Herr Geheimrath Gamp darauf hinausgehen will, zu sagen: Ich will das Publikum davor schützen, daß zwar die Papiere nicht verpfändet werden sollen, daß aber über den Erlös disponirt werden kann.

Stellvertr. Vorsitzender: Erlauben Sie: wenn der Provinzialbankier die Effekten zum Verkauf herschickt, und die Effekten sind noch nicht verkauft, der Provinzialbankier kommt dann in Konkurs, so kann doch der Privatmann die Effekten zurückverlangen, weil sie nicht dem Pfandrecht unterliegen. Sind aber die Effekten verkauft und der Erlös ist an das Provinzialhaus abgeführt, ja dann ist überhaupt ein weiterer Schutz des Privatpublikums nach dieser Richtung weder nöthig noch möglich.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Das würde aber doch die Frage sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich meine, wir müssen in der Sache klar werden. Der Fall, der gesetzt wird, ist doch der: Der Provinzialbankier verfällt in Konkurs. Die Effekten seines Kommittenten sind noch beim Berliner Bankier. Jetzt sagt der Berliner Bankier: ich behalte die Effekten meines Provinzialkommittenten, des Bankiers, als Deckung für mich zurück, weil ich eine ungedeckte Forderung gegen den Provinzialbankier habe, der mein Kommittent ist. Dem soll erwidert

werden können, d. h. mittelbar erwidert werden können, direkt durch ein Gesetz, welches den betreffenden Provinzialbankier, wenn er in Konkurs kommt, bei Vermeidung der Strafe zwingt, wenn er fremde Effekten hat, zu sagen: es sind fremde Effekten — es soll ihm erwidert werden können: du kannst dich auf deine bona fides hier nicht stützen; denn als du die Effekten bekamst, ist dir angezeigt worden: die Effekten gehören nicht dem Provinzialbankier, sondern dem Kommittenten. Ob sich nun dieselbe Befugniß, die sich an das Objekt selbst heftet, auch an den Erlös heften würde, der aus dem Objekt erzielt wird, das ist ja eine zweite Frage, aber die hat ja doch mit dem Prinzip nichts zu thun.

Sachv. **Kämpf:** Diese Frage hat mit dem Prinzip meiner Ansicht nach Alles zu thun; denn was soll aus dem Erlös werden? An wen soll ich den Erlös abführen? Dem Berliner Bankier wird gesagt: der Eigenthümer bin nicht ich, der Provinzialbankier, sondern ein Kunde von mir. An wen soll nun der Berliner Bankier das dem Provinzialbankier gar nicht gehörende Geld, den Erlös der Papiere zahlen?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das hängt ja Alles davon ab, ob ich das Geld in Depot genommen oder ob ich es meinem allgemeinen Bestande zugefügt habe. Wenn ich das gethan habe, kann ja überhaupt davon keine Rede sein.

Sachv. **Kämpf:** Wenn der Berliner Bankier dem Provinzialbankier den Betrag gutschreibt und letzterer kommt nach acht Tagen in Konkurs, so erscheint plötzlich der Eigenthümer der Papiere und sagt: das waren meine Papiere, den Erlös durftest du nicht dem Provinzialbankier geben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das glaube ich nicht, daß die Konsequenz herauskommen wird,

(Sachv. Kämpf: Das glaube ich doch!)

daß da noch der dritte Eigenthümer kommt.

Sachv. **Kämpf:** Ich würde in meinem Geschäft niemals derartige Gutschriften machen lassen ohne ausdrücklichen Revers des eigentlichen Eigenthümers. Erst dann würde ich mich für berechtigt halten, darüber zu verfügen, erst dann würde ich mich gegen Gefahren für geschützt halten.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube, wir haben uns schon darüber verständigt, Herr Sachverständiger, daß es möglich ist, auf dem Wege der Gesetzgebung diese Bedenken zu beseitigen und dem Berliner Bankier die Möglichkeit zu geben, direkt mit dem Provinzialbankier abzurechnen.

Geheimer Ober Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Ich glaube, es ist wünschenswerth, daß wir zur Klarheit kommen. Ich bin der Ansicht, daß, wenn man auch dafür Sorge trägt, daß der Berliner Bankier kein Pfandrecht an dem Effekt erwerben kann, damit gar nichts über das Rechtsverhältniß bestimmt ist, das schließlich nach dem Verkauf des Effekts zwischen dem Berliner Bankier, dem Provinzialbankier und dessen Kunden eintritt. Hat der Berliner Bankier gemäß dem übernommenen Auftrage das Effekt verkauft, so hat er aus dem Mandat eine Verpflichtung zur Auszahlung dieses Erlöses, eine Schuld gegenüber dem Provinzialbankier. Er kann ihm diese Verbindlichkeiten bezahlen, er kann meines Erachtens, wenn das nicht in dem Gesetz ausdrücklich ausgeschlossen wird, seine Schuld auch zum Zweck der Kompensation, und zwar gegenüber allen Forderungen des Provinzialbankiers, verwenden. Fällt nun der Provinzialbankier in Konkurs, so ist an und für sich der Konkursverwalter des Provinzialbankiers derjenige, der diesen Anspruch aus dem Mandat zu Gunsten der Konkursmasse des Provinzialbankiers geltend macht. Hier aber wird die Vorschrift des Handelsgesetzbuchs eintreten, daß in dem Verhältniß zwischen dem Kommittenten und dem Kommissionär, das heißt hier dem

Kunden des Provinzialbankiers und dem Provinzialbankier selbst, die Forderungen des Kommissionärs an Dritte aus dem Kommissionsgeschäft als Forderungen des Kommittenten gelten, so daß also dieser Konkursverwalter des Provinzialbankiers verpflichtet sein wird, den Anspruch gegen den Berliner Bankier dem Kunden des Provinzialbankiers zu überlassen. Das würde, glaube ich, die Lösung sein.

Stellvertr. Vorsitzender (zum Sachverständigen): Wollen Sie auf diese Sache noch etwas erwidern?

Sachv. **Kämpf:** Ich kann nur sagen, daß ich die Ansicht nicht theile.

Kammerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich weiß nicht, ob mir eine Frage gestattet ist?

(Stellvertr. Vorsitzender: Ja, selbstverständlich.)

Ich wollte folgende Frage an Sie richten. Nehmen Sie an, Sie sind Bankier und Ihnen schreibt ein Kunde, hier schicke ich 10 000 Mark Konsols, verkaufe diese Konsols und schicke mir das Geld, ich bemerke dir aber, daß diese 10 000 Mark Konsols nicht mein Eigenthum sind. Würden Sie dem Manne das Geld schicken?

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Ja, ohne Weiteres. Ich muß es ihm sogar schicken.

Stellvertr. Vorsitzender: Also Sie (zum Sachverständigen) haben diese Frage erschöpfend beantwortet.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe keine Antwort auf die Frage bekommen, ob sich etwas dagegen sagen ließe, wenn bestimmt wird, daß eine Kommission zu einem Zeitgeschäft zu verstehen ist als eine Kommission, bei der der Kommittent effektiv ausführen muß, wenn ihm nicht bei Ertheilung des Auftrags ausdrücklich erklärt ist, daß er auch nicht effektiv ausführen dürfe. Darauf habe ich doch wohl Ihre Bemerkung (zum Sachverständigen) nicht zu beziehen, daß, wenn etwas derartiges Gesetz würde, Sie sich selbst veranlaßt sehen würden, zu Strohmännern zu greifen. Ich glaube, es muß doch darauf ankommen, die Sache fest und klar zu formalisiren.

Sachv. **Kämpf:** Ich habe die Frage nicht ganz verstanden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich sage: wenn ich einen Auftrag zu einem Zeitgeschäft gebe, so bin ich ohne Zweifel der Meinung, daß das Geschäft ausgeführt wird, nicht, daß mein Kommissionär mit mir spekulirt und wenn mir zugemuthet werden soll, daß ich so etwas gewollt habe, so soll er mir eine Erklärung aufzeigen, in welcher ich ausdrücklich bei Ertheilung des Auftrages gesagt habe: ich habe etwas Anderes gewollt oder bin mit etwas Anderem einverstanden.

Sachv. **Kämpf:** Ja, ich würde es für das Richtigste halten, wenn eine gesetzliche Bestimmung dahin erlassen würde, daß bei Mittheilung über Ausführung des Auftrags der Kommissionär verpflichtet ist, zu sagen, ob er selbst eingetreten ist, oder ob er als Kommissionär gehandelt hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das deckt den zweiten Fall noch nicht, denn da bin ich doch schon gebunden. Ich meine, da ist ja der Kommittent schon gebunden und will nur Klarheit haben über das, was schon geschehen ist, was ja auch unter Umständen von Wichtigkeit sein kann bei der Frage der weiteren Behandlung dieses Engagements, welchen Werth er dann auf den Rath eines solchen Kommissionärs legt.

Meine Frage geht aber dahin, ob, wenn ich nicht ausdrücklich erklärt habe, der Kommissionär solle das Geschäft auch in sich machen können, ich ein Recht habe zu verlangen, daß er das effektiv macht, so daß, wenn ich das nicht bei Ertheilung des Auftrags erklärt habe, ich nur beim Nachweis effektiver Ausführung gebunden bin. Ein solcher Vorschlag ist

gemacht worden. Herr Kommerzienrath Goldberger hat, wenn man seine Aeußerungen ansieht, im Wesentlichen diesen Vorschlag gemacht.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Herr Sachverständige steht augenscheinlich auf einem anderen Standpunkt.

Sachv. **Kämpf:** Ich möchte nochmals betonen, daß die Einwendungen in Prozessen so schikanöser Natur sind, daß ich daraufhin gesetzliche Vorschriften nicht basiren würde.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie, Herr Geheimrath von Wilmowski, die Güte haben, sich über diesen Punkt zu äußern? Sie haben ja aus dem Gange der Diskussion ersehen, welche Fragen vorzugsweise gestellt waren.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, leise berühren will ich nur, daß der Hauptmißstand in dem Kommissionsgeschäft in der Unklarheit des Publikums besteht, wie die Verhältnisse rechtlich zu formuliren sind, und da ist der Hauptpunkt allerdings derjenige, der von der Diskussion ausgeschlossen sein soll: die Unklarheit in Betreff der Depots. Ich bescheide mich, da darüber nichts gesagt werden soll, über diesen Mißstand auch zu schweigen, obgleich er ja allerdings wohl der wesentlichste ist.

Ich will daher nur die Mißstände berühren, die, abgesehen von der Unklarheit, ob etwas als Depositum gelten soll, stattfinden, und da bemerke ich zunächst, um in der Folge zu bleiben, wie die einzelnen Fragen berührt werden sollen, daß der Mißstand, daß Reisende ausgeschickt worden sind, um Zeitgeschäfte abzuschließen, mir allerdings auch bekannt ist, auch aus recht vielen Prozessen hervorgeht, daß in der That solche Reisende ausgeschickt werden. Hauptsächlich ist das allerdings beim Produktengeschäft der Fall. Da ist es vorgekommen, daß auch hier, speziell von Berlin aus, von Berliner Firmen eine Menge Reisender ausgeschickt worden sind nicht nur in die Provinzen; ich weiß, daß sie auch nach Sachsen, auch nach Bayern geschickt worden sind, um die Interessenten zu veranlassen, Produktengeschäfte zu machen. Es ist das meiner Meinung nach eine Nothwendigkeit für den Fall, daß die Produkte wirklich beschafft werden sollen, daß ein reelles Geschäft zu Stande kommen soll, und ich möchte bezweifeln, ob es möglich ist, das Ausschicken von Reisenden geradezu zu untersagen. Es kann aber allerdings ein Mißbrauch damit getrieben werden, und ich möchte denken, daß, soweit ein solcher Mißbrauch getrieben wird, sowohl im Produktengeschäft, als auch für die Fondsbörse das einzige Mittel, das möglich wäre, dadurch gefunden werden könnte, daß eine ehrengerichtliche Verhandlung gegenüber einer Firma auch nicht bloß mit Rücksicht auf die Geschäfte, die zwischen den Börsenbesuchern stattfinden, sondern auch in Betreff des allgemeinen Verhaltens gegenüber dem sonstigen Publikum, gegenüber denjenigen, die nicht gerade an der Börse betheiligt sind, möglich wäre. Eine solche Ausdehnung haben wir bei der Rechtsanwaltschaft ja auch für die Ehrengerichte. Sie haben da auch nicht bloß das Verhältniß gegenüber den Beamten, sondern gegenüber Allem, überhaupt auch dem ganzen außerberuflichen Verkehr im Auge. Ich sollte denken, das wäre auch für den Handelsstand möglich. Ich möchte annehmen, daß jedenfalls in der Ausdehnung es möglich ist, daß in Betreff der Börsengeschäfte, die gemacht werden, für die Börsenbesucher eine solche ehrengerichtliche Behandlung stattfinden könnte, in Betreff des fair oder nicht fair, des anständigen oder unanständigen Verhaltens im Allgemeinen, beziehungsweise auch namentlich in Betreff der mißbräuchlichen Aussendung von Reisenden, um Geschäfte zu machen und zu Geschäften zu verleiten, daß das auch dem Ehrengericht unterliegen würde. Das ist der eine Punkt. Ich glaube, ich bin darüber so deutlich gewesen, daß ich wohl nichts hinzuzusetzen habe.

(Stellvertr. Vorsitzender: Jawohl!)

Der zweite Punkt, der berührt wurde, war der, ob die Grenze des Depots in irgend welcher Weise fixirt werden solle, und zwar zunächst, ob es zulässig sein sollte, daß bei dem Handel mit Werthpapieren das Recht des Bankiers auf das Depot beschränkt bliebe und nicht über das Depot hinausginge. Eine solche Vorschrift würde ich nicht für sachgemäß halten. Ich halte sie geradezu für ungerechtfertigt, denn dann würde der Bankier allerdings nicht mehr zu bekommen haben, als das Depot, und der Kommittent, der vielleicht nichts weiter hätte, als das Depot, wäre befreit. Umgekehrt aber wäre das meines Erachtens eine Ungerechtigkeit gegen den Bankier, denn der Bankier müßte doch vollständig einstehen für die Geschäfte, die stattfinden, und ihm gegenüber könnte eine solche Schranke nicht gefunden werden, wenn man nicht ganz willkürlich sagen wollte, der Bankier braucht auch nicht weiter zu haften, als in Höhe des Depots. Ich würde deshalb eine solche Vorschrift für ungerecht halten. Ich bin auch der Meinung, daß das nicht ausführbar und jedenfalls sachwidrig wäre.

Etwas Anderes wäre die Frage, die dann auch weiter berührt worden ist, die aber nicht direkt hiermit zusammenhängt, ob es sachgemäß wäre, dem Umstande Schranken zu setzen, daß der Kommissionär eine Kleinigkeit in der Aenderung des Kurses benutzt, um rigoros die Rechte zum Zwangsverkauf geltend zu machen, wenn er nicht vollständig gedeckt ist, und in dieser Beziehung würde ich allerdings eine Vorschrift sachgemäß finden, und zwar nach zwei Richtungen hin, einmal, daß eine angemessene Frist gegeben wird, innerhalb welcher von einem solchen Recht Gebrauch zu machen wäre, und zweitens, daß eine geringe Aenderung ihn nicht dazu berechtigen sollte. Das Letztere ist auch etwas elastisch, die Fristertheilung könnte ja direkt vorgeschrieben werden, das Maß der Aenderung zu finden, würde aber allerdings etwas elastisch sein. Ich bin jedoch auch der Meinung, daß in dieser Beziehung dann das Ehrengericht helfen könnte, indem es je nach den Umständen die rigorose, anständige oder nicht anständige Behandlung in den Bereich seiner Beurtheilung zöge. Das betrifft diesen Punkt in Betreff der Begrenzung des Depots. Ich bin darüber auch wohl so klar gewesen, daß zu verstehen ist, was ich meine.

Dann kam die Frage des Selbsteintrittsrechts, und da bin ich zunächst — um die Fragen ebenso zu trennen, wie das der Herr Präsident Wiener gethan hat; sie sind meines Erachtens auch ganz richtig logisch so zu trennen — der Ansicht, daß, soweit ein Selbsteintrittsrecht für zulässig zu erachten ist, der Kommissionär verpflichtet sein sollte, zur Zeit der Ausführung oder mit der Anzeige von der Ausführung des Geschäfts anzuzeigen, ob er als Selbstkontrahent eintritt oder nicht, und zwar unbedingt, ohne Rücksicht auf eine desfallsige Aufforderung. Es ist ganz richtig, wenn Herr Stadtrath Kämpf sagt, es sind nicht immer die feinsten Leute, die den Einwand machen; aber Thatsache ist doch: die Prozesse sind ja geradezu massenhaft, wo von den Kommissionären die Erklärung, ich will als Selbstkontrahent eintreten, bis jahrelang verschoben ist, und zwar natürlich in solchen Fällen verschoben ist, wo der Kommissionär einen Gewinn davon haben wird. Es kommen ja in den gedruckten Entscheidungen des Reichsgerichts eine ganze Menge Fälle vor, wo erst mit der Klage oder im Laufe des Prozesses die Erklärung abgegeben ist, und nach der bestehenden Gesetzgebung muß man das allerdings für zulässig halten, weil andere zeitliche Schranken, als diejenigen, die in Artikel 376 stehen, nicht vorgeschrieben sind, und dem würde meines Erachtens durch eine solche Vorschrift entgegengetreten werden.

Ich will bemerken, daß derselbe Vorschlag auch bei einer Berathung im Berliner Anwaltsverein gemacht und in dieser Form einstimmig angenommen worden ist. Ich hatte persönlich Anfangs sogar geglaubt, man könnte noch weitergehen

und sagen: er soll erklären zur Zeit der Annahme des Auftrags. Da wurde mir entgegengehalten, und zwar, wie ich mich überzeugt habe, mit Recht: das ist zur Zeit der Annahme des Auftrags auch mit dem besten Willen nicht zu beurtheilen. Er kann auch nicht gebunden werden. In den meisten Fällen fällt das zusammen, denn wenn an der nächsten Börse gehandelt wird und er hat kurz vorher den Auftrag bekommen, dann wird kaum eine Zwischenzeit sein zwischen der Annahme des Auftrags und der Anzeige von der Ausführung. Ich sehe deshalb davon ab. Aber in dieser Weise, daß er Anzeige machen soll, gleichzeitig mit der Anzeige von der Ausführung, halte ich es für ausführbar und auch durchaus für geboten, um dem Mißstand entgegenzutreten, daß im Interesse des Kommissionärs die Anzeige des Selbsteintritts verschoben wird.

Dann ist allerdings davon unterschieden die zweite Frage, ob das Selbsteintrittsrecht für ausgeschlossen zu erachten ist, wenn nicht der Kommittent selbst erklärt, daß er damit einverstanden ist, der Kommissionär soll das Geschäft selbst ausführen können. Ich würde dafür sein. Ich bin auch der Meinung, daß es ausführbar ist, und bin nicht der Meinung, daß es zur Annahme von Strohmännern führt. Es würde dazu führen, daß dann der Kommissionär auf den Standpunkt gestellt wird: du kannst das Geschäft überhaupt nur machen, wenn du es mit Anderen machst. Wenn er Lust hat, das Geschäft mit dem Strohmann zu machen, also gewissermaßen indirekt selbst zu machen, ja, dann bleibt ein solches Verfahren, wenn es einmal vorgekommen ist, vielleicht verdeckt; wenn das aber regelmäßig vorkommt, dann würde er sich doch der Gefahr aussetzen, als Einer, der regelmäßig gegen das Gesetz verstößt oder der das Gesetz umgeht, mindestens einer ehrengerichtlichen Behandlung ausgesetzt zu sein, und ich glaube, es würde das auch in diesem Fall eine genügende Remedur sein.

Stellvertr. Varsitzender: Es wäre sogar fraglich, ob das Geschäft giltig wäre.

Sachv. Dr. **van Wilmawski:** Jawohl, man könnte es auch geradezu als zur Umgehung des Gesetzes dienend für ungiltig erachten.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Barthaldy:** Der Herr Sachverständige sagte, daß der Kommissionär das Geschäft nur machen dürfte, wenn er es mit einem Dritten macht. Angenommen aber nun einmal, der Kommittent ist Käufer und der Kommissionär ist in der unglücklichen Lage, von derselben Sache zum Verkauf zu haben; wie soll er sich dann stellen?

Sachv. Dr. **van Wilmawski:** Dann macht er das Geschäft nicht.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Auch nicht ein Zeitgeschäft? Wenn ich eine Ordre von einem anderen Kommittenten habe oder auch selbst abgebe? Ich meine also: wenn ein Kommissionär in einem Papier etwas zu thun hat, sei es, daß er für eigene Rechnung etwas macht, sei es auch, daß er von Seiten eines anderen Kommittenten darin zu thun hat, er also Abgeber, der Andere Käufer ist, was soll er dann machen?

Sachv. Dr. **van Wilmawski:** Ja, dann würde er das Geschäft als Kommissionär mit diesem überhaupt nicht machen können, vorausgesetzt, daß die Bestimmung gesetzlich ist. Dann könnte er nur an einen Dritten selbst verkaufen, wenn er sieht, daß das Limitum so ist, daß der Preis ihm konvenirt. Dann mag er zu demselben Limitum an den Anderen verkaufen und kann in dieser Weise nicht in das Geschäft eintreten. Das darf er nicht machen, wenn das Gesetz ist.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ja, wenn nun ein anderer Käufer überhaupt nicht da ist oder zu dem Preise nicht da ist, dann muß also deshalb das Geschäft für

den Kommittenten unausgeführt bleiben, bloß aus dem Prinzip, weil der Kommissionär nicht selbst eintreten darf?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Jawohl, wenn der Kommittent nicht will, darf er nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Herr Geheimrath, wir dürfen uns nicht täuschen, daß die Tragweite eines solchen Vorschlages immer nur beschränkt ist. Es wird immerhin der des Kredits des Kommissionärs bedürftige Kommittent sehr häufig der Zumuthung des Kommissionärs, ihm schriftlich die Erlaubniß des Machens des Geschäfts in sich zu geben, entsprechen. Es soll aber nur nicht eine allgemeine Abmachung schon in den allgemeinen Geschäftsbedingungen wirksam dahin getroffen werden können. Es soll vielmehr aus der einzelnen Auftragsertheilung hervorgehen — so verstehe ich Sie doch, Herr Geheimrath — daß der Kommittent sagt: ich bin aber auch einverstanden, daß du das Geschäft in dir machst. Wenn das der Fall ist, dann ist ja der Einwand sofort beseitigt.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ja, ich meine, was die Geschäftsgebahrung betrifft, so würde es ja in solchem Falle, wie ihn der Herr Kommerzienrath voraussetzt, ganz zulässig sein, daß der Kommissionär Rückfrage bei dem Kommittenten hält, telegraphisch etwa rückfragt: ich habe selbst die Papiere, und wenn er telegraphisch anfragt und die Antwort bekommt: unter diesen Umständen geben Sie mir die Papiere zu dem und dem Kurs — — — —

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy** (einfallend): Ja, ich möchte dem Herrn Sachverständigen doch bemerken, daß zu einer telegraphischen Rückfrage oft nicht Zeit ist. Es kann ein Auftrag aus Odessa, oder aus Paris oder aus New-York sein. Also dann würde die Zeit mangeln.

Ich möchte aber noch eine andere Frage an den Herrn Sachverständigen richten. Er sagt, wenn ich ihn richtig verstanden habe, der Kommissionär sollte in jedem Falle erklären, ob er als Selbstkontrahent eingetreten ist oder nicht. Würde nun der Herr Sachverständige nicht zugeben, daß es möglich sei, zwischen Kommissionär und Kommittenten eine ein für alle Mal geltende Abrede dahin zu treffen, daß der Kommissionär sagt: ich bin in jedem Falle Selbstkontrahent?

(Zuruf: Nein!)

Ich möchte hier darauf aufmerksam machen, daß es ja eigentlich ganz absonderlich wäre, wenn z. B. ein Provinzialhaus mit einem Berliner Hause täglich Geschäfte macht, wenn sie sich täglich schreiben — und zwar können in derartigen Briefen drei, vier, fünf Ordres stehen —, dann bei jeder Ordre der Berliner Kommissionär dem Kommittenten schreiben müßte: ich bin bei diesem Geschäft Selbstkontrahent. Das würde doch unmöglich verlangt werden können!

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich würde grundsätzlich eine andere Abmachung nicht ausschließen. Das ist meines Erachtens gar nicht möglich. So weit würde ich der Vertragsfreiheit Rechnung tragen. Das muß man meines Erachtens. Man kann mit dem besten Willen nicht alle Uebel beseitigen. Wenn ein Mann nicht die betreffenden Sachen liest, was er unterschreibt, beziehungsweise nicht das liest, was er als Bedingung bekommt, dann hört das Geschäft auf. So weit muß Jeder sein eigener vorsichtiger Faktor für sich sein. Das Gesetz kann nicht dafür sorgen, daß unter allen Umständen Niemand einen Schaden erleidet, und das soll es auch nicht. Also die Möglichkeit der anderen Vertragsverabredung würde ich nicht ausschließen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie die Güte haben, fortzufahren.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Der letzte Punkt, der erwähnt ist, war derjenige des Pfandrechts. In der Beziehung

will ich einen Fall erwähnen. Ich möchte annehmen, der Fall ist vielleicht derselbe, der Herrn Geheimrath Gamp auch vorschwebt. Er lag einfach so: Die Kupons der italienischen Rente waren mit Ablauf des Jahres 1891 zu Ende, und von 1892 an oder vielleicht im Jahre 1892 fingen neue Kupons an. Nun hat italienische Rente keine Talons. Man muß das Papier selbst hingeben, um die neuen Kuponserien zu bekommen. Man wird also nicht nur den Talon los, der nicht da ist, sondern man wird das ganze Papier los. In einem solchen Falle hat ein Kommittent in der Provinz einem Provinzialbankier eine Menge italienischer Rente übergeben zu dem Zwecke, um die neuen Kuponserien zu bekommen. Das alte Papier wird behalten, und sie geben ein neues Papier. Der Kommissionär aus der Provinz schickt das hier an ein Berliner Haus, und das Berliner Haus hat die allgemeine Abrede getroffen, vermöge seiner geschäftlichen Bestimmungen, es hat das Recht, Alles von dem Provinzialbankier ihm Geschickte als sein Pfand zu betrachten. Der Provinzialbankier geräth in Konkurs — das ist faktisch der Fall gewesen — und nun sagt der Berliner Bankier, dies haftet mir als Pfand; der Kommittent kann nicht dazu kommen, die Sache herauszukriegen. Dem gegenüber ist nach der jetzigen Gesetzgebung nach Artikel 306 und 307 des Handelsrechts nicht zu helfen, weil eben der hiesige Bankier zur Zeit der Uebersendung nicht gewußt hat, daß das Papier ein fremdes Papier in fremdem Eigenthum war. Wenn er das gewußt hätte oder hätte annehmen können — nach dem ganzen Verfahren will ich einmal annehmen, daß er das nicht hat wissen können —, dann würde auch nach der jetzigen Gesetzgebung die Möglichkeit vorhanden sein, zu sagen: du kannst an dem fremden Papier kein Pfandrecht ausüben, weil du das nicht bona fide erworben hast, und dasselbe würde eintreten, wenn in Folge einer gesetzlichen Bestimmung oder einer Anzeige des Provinzialbankiers der Berliner Bankier in die Lage gekommen wäre, zu wissen, das ist fremdes Eigenthum. Ich stehe in dieser Beziehung vollständig auf dem Standpunkt, den die Herren entwickelt haben, daß, wenn eine solche Anzeige erfolgt ist, ganz unzweifelhaft also der Provinzialbankier dem hiesigen Bankier schreibt: ich schicke zu dem und dem Zwecke, zum Austausch die Papiere oder auch: ich schicke sie zum Verkauf, aber sie sind nicht mein Eigenthum, daß dann der hiesige auch in dem Falle, wenn der auswärtige es ihm zum Verkauf zugeschickt hat, nicht nur berechtigt, sondern verpflichtet ist, in Folge des Auftrags demjenigen, von dem er den Auftrag erhalten hat, das Geld zu schicken. Das ist meines Erachtens ganz unzweifelhaft. Die Schwierigkeit liegt ja darin, daß der Provinzialbankier oder überhaupt jeder Bankier, der einem anderen solche Papiere zuschickt, die er selber nur bekommen hat mit einem bestimmten Auftrage, der das Eigenthum des Kommittenten unberührt läßt — daß ein solcher Bankier verpflichtet sein sollte anzuzeigen, die Papiere gehören nicht mir, sie gehören dem Kommittenten. Darin liegt die Schwierigkeit; gesetzgeberisch kann man so etwas wohl sagen, aber es läßt sich nicht gut zivilrechtlich verfolgen. Wenn das nicht geschähe, dann würde die Folge eintreten, daß der betreffende Bankier oder derjenige, dem der Kommissionär Papiere schickt, das Pfandrecht behält, und man könnte auch durch eine solche Einschränkung nicht helfen, daß man sagt: das Pfandrecht soll auf dasjenige eingeschränkt werden, worüber der Kommissionär selbst verfügen kann.

Die Möglichkeit läge ja vor, zu sagen: wenn fremdes Eigenthum überschickt ist, überhaupt übergeben ist, dann besteht ein Pfandrecht für ein solches fremdes Eigenthum nicht. Ich möchte aber eine solche Einschränkung für recht bedenklich halten. Es würde meines Erachtens den Verkehr und den Handel sehr bedeutend unterbinden. Ich möchte annehmen, daß es kaum ausführbar ist, wenn man darüber hinweggehen will, daß das Pfandrecht auch für solche Sachen haften soll, die der Pfandnehmer bona fide für das Eigenthum des Ab-

senders gehalten hat oder hat halten können. Ich möchte eine solche Einschränkung nicht befürworten.

Die Mittheilung, daß es fremdes Eigenthum ist, ließe sich vielleicht unter die Kontrole einer Ordnungsstrafe stellen, beziehungsweise auch einer ehrengerichtlichen Behandlung; aber ich muß gestehen, daß das eine recht bedenkliche Sache wäre, gegenüber der Unmöglichkeit, jeden einzelnen Kommissionär richtig zu behandeln, der nicht an dem Börsenorte lebt, und so gewissermaßen das ehrengerichtliche Verfahren auszudehnen auf sämmtliche Bankiers im preußischen Staat oder im Deutschen Reich. Ich weiß kein Mittel, was dagegen hilft, aber ich erkenne an, daß allerdings der Mißstand, wie er sich in diesem Falle ja auch gezeigt hat, vorhanden ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich denke, die Sache ist im Sinne einer Strafvorschrift für Bankerutt gedacht. Wenn der betreffende Mann bankeruttirt und in Folge des Mangels der bewirkten Anzeige, daß das betreffende Effekt nicht ihm, sondern seinem Kommittenten gehört hat, der Kommittent dem Pfandrechte des Berliner Bankiers unterliegt, dann soll jener bestraft werden. Wir haben ja doch eine ganze Reihe solcher Bestimmungen. Kommt er nicht in Konkurs, dann ist es nicht der Fall; daß er bei Unterlassung solcher Anzeige nicht in Konkurs verfalle, ist eben sein Risiko.

Sachv. Dr. **von Witmowski:** Dagegen habe ich nichts einzuwenden.

Stellvertr. Vorsitzender: Das wird auch zweckmäßig sein. In anderen Fällen wird ja auch der Kommittent nicht geschädigt, sondern nur in Verbindung mit dem Konkurs.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** In Verbindung mit dem einfachen Bankerutt würde ich nichts dagegen haben, eine solche Vorschrift aufzunehmen.

Ich will nur noch kurz bemerken. Dem Vorschlage des Herrn Landgerichtsrath Munk, daß bei dem Selbsteintritt eine Erklärung gegen den vereideten Makler abgegeben werden sollte, würde ich nicht beitreten. Für den Selbsteintritt hat es meines Erachtens überhaupt keinen Einfluß, es würde nur auf den Kurs Einfluß haben können. Es wäre meiner Ansicht eine unnöthige Beschränkung für den Kommissionär, wenn er in solchen Fällen dann seinen Selbsteintritt erklären müßte, wenn er es selbst vielleicht noch nicht übersehen kann.

(Halbstündige Pause.)

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte nun Herrn von Guaita bitten, sich zu dieser Frage zu äußern.

Sachv. **von Guaita:** Also zu 19 in Betreff der Mißstände, welche bei der Vermittlung von Kommissionsgeschäften zwischen der Börse und den außerhalb stehenden Kreisen hervorgetreten sind, möchte ich betonen, daß meiner Anschauung nach namentlich nur da Mißstände entstehen, wo nicht das richtige Verhältniß zwischen den Parteien besteht. Meiner Anschauung nach sollten sich alle diejenigen, welche Geschäfte an der Börse haben aber sich überhaupt direkt oder indirekt der Vermittlung der Börse bedienen, nur an solche Vermittler wenden, von denen sie mit einer gewissen Sicherheit erwarten dürfen, daß sie ihre Geschäfte gewissenhaft besorgen werden.

Wie liegt nun die Sache heute? Wenn man sich die Geschäfte näher betrachtet, die schließlich unredlich ausgehen, so ist die Qualität der beiden Theile eine sehr geringe gewesen, sowohl desjenigen, der die Spekulation hat machen wollen, und zwar lediglich, um einen Spielgewinn zu erzielen, als des Vermittlers, der diese Spekulation eingegangen ist und für den Betreffenden besorgt hat. Das waren beides Leute, die eigentlich — wie soll ich sagen — keine große Achtung verdienen. Geht das Geschäft schließlich schlecht aus,

sei es für den einen oder den anderen Theil, so haben die Leute nur mehr oder weniger den verdienten Lohn. Sie haben sich der Sache ausgesetzt, und sie haben nichts anderes zu gewärtigen.

Welche Maßregeln zu ergreifen sind, um eine Abhilfe zu schaffen, vermag ich nicht anzugeben, namentlich deshalb nicht, weil mir die Merkmale fehlen, wenn ein Geschäft als Spekulationsgeschäft zu bezeichnen ist. Sobald und alsobald das festgestellt werden konnte: ein Geschäft ist ein Spekulationsgeschäft, wäre ich sehr einverstanden, wenn durch die Gesetzgebung vorgeschrieben würde, daß man solche Geschäfte nicht nur verhindert, sondern zur Bestrafung bringt. Meiner Meinung nach ist es aber vollkommen unmöglich, diese Grenze zu finden, wo der Moment gekommen ist, daß man sagen kann: das Geschäft ist ein Spekulationsgeschäft.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann wollte ich mir nur die Frage gestatten, ob nicht bei Zeitgeschäften in Effekten ganz überwiegend Spekulationsgeschäfte vorliegen, mit Ausnahme der Effekten, die dem internationalen Geldaustausch dienen, oder die sich auf die internationale Valuta beziehen.

Sachv. **von Guaita:** Meiner Anschauung nach unbedingt nein! Es kann sich vollkommen ereignen, daß Jemand eine gute Meinung von einem Papier hat und ein derartiges Geschäft wirklich als reelle Anlage machen will. Das kann ein inländisches Papier, es kann irgend ein Bergwerkspapier sein; er hat eine gute Meinung für die Sache, er muß berechtigt sein, dieses Papier zu kaufen und wenn er es als Zeitgeschäft macht, so liegt das eben darin, daß er vielleicht zur Stunde das Geld nicht hat, aber weiß, daß er in Wochen oder Monaten das Geld erhalten wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Zeitgeschäfte beschränken sich ja doch immer nur auf einen Zeitraum von wenigen Wochen. Kommt also dieser Fall in der Praxis häufig oder überhaupt nur einigermaßen oft vor?

Sachv. **von Guaita:** Ich bezweifle es allerdings.

Stellvertr. Vorsitzender: Also Sie bezweifeln, daß er einigermaßen oft vorkommt?

Sachv. **von Guaita:** Das bezweifle ich. Da es aber vorkommt, ist es unmöglich, die Grenze zu ziehen. Und wenn Sie den Betreffenden prüfen wollen — so weit wird man doch nicht gehen wollen, daß man in Betreff jedes Geschäfts an den Einzelnen herangehen und fragen kann: was war denn Ihre Absicht. Und fragen Sie den Betreffenden, so wird er doch Mittel und Wege finden, die Antwort zu geben, die Sie befriedigt.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn nun aber der Fall außerordentlich selten vorkommt —

Sachv. **von Guaita** (einfallend): Das ist zu viel gesagt.

Stellvertr. Vorsitzender: Das haben Sie aber, glaube ich, gesagt.

Sachv. **von Guaita:** „Außerordentlich" nein. Ich habe gesagt, daß er vielleicht selten vorkommt.

Stellvertr. Vorsitzender: Also wenn der Fall selten vorkommt, würde da nicht ein größeres Interesse die Hinderung dieser Geschäfte, als die Aufrechterhaltung dieser wenigen Geschäfte verlangen?

Sachv. **von Guaita:** Das würde ich für einen solchen Eingriff in die persönliche Freiheit des Betreffenden halten, daß ich das unmöglich befürworten möchte.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich fortzufahren.

Sachv. **von Guaita:** Was die Beschränkung betrifft, daß die Geschäfte nicht Reisende anstellen sallen, sa muß ich darin nuch eine solche erkennen, die ich für mein Theil nicht für gut halten kann. Was wallen Sie z. B. sagen, wenn ein Geschaft es versteht, sehr geschickte Briefe zu schreiben, lange ausführliche Briefe? Ein Mann ist fleißig, er setzt sich hin, schreibt wunderbare Briefe, die haben vielleicht besseren Effekt, nls die Reisenden, er wird vielleicht ein besseres Resultat erzielen. Ich kann mich alsa für eine derartige Beschränkung nicht aussprechen.

Stellvertr. Varsitzender: Halten Sie denn diesen Zustand an sich für sehr erwünscht? Sie haben gehört, daß die Herren der Ansicht waren, es würde auf dem Wege des Ehrengerichts gegen derartige Ausschreitungen vorzugehen sein. Sie waren also der Ansicht, daß sie mit den Grundsätzen eines ehrbaren Kaufmanns nicht verträglich sind. Sind Sie der Ansicht auch?

Sachv. **von Guaita:** Ich bezweifle, daß es gelingen wird, vor dem Ehrengericht zu richtigen Resultaten zu kammen.

Ich glaube auch, daß Termingeschäfte, van denen heute viel die Rede war, in vielen Fällen nöthig sind. Man muß Zeitgeschafte machen können, und deswegen sind sie eben nicht zu verbieten.

Was ist nach weiter gefragt?

Stellvertr. Varsitzender: Es kommt nach die Frage des Pfandrechts in Betracht.

Sachv. **van Guaita:** Ja, das kammt zuletzt.

Stellvertr. Varsitzender: Dann das Recht des Kammissianärs zum Selbsteintritt.

Sachv. **von Guaita:** Nach meiner Kenntniß geschieht es bereits heute, daß es den betreffenden Kammittenten mitgetheilt wird, auf welche Weise das Geschäft gemacht wird, und es sind nur seltene Fälle, daß Geschäfte gemacht werden, wa der Kommittent nicht weiß, ab der Betreffende selbst Kantrahent war, aber ab es ein Geschäft durch Dritte gewesen ist. Ich kann es alsa auch hier nicht als besanders empfehlenswerth erkennen oder befürwarten, daß irgend eine Beschrankung nach dieser Richtung auferlegt werde.

Stellvertr. Vorsitzender: Meinen Sie denn, daß die Kursfeststellung immer eine zuverlässige Garantie für die Abrechnung dieser Geschäfte zwischen dem Kammissionär und Kommittenten bietet?

Sachv. **van Guaita:** Nach meiner Erfahrung in Frankfurt unbedingt.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann würden Sie sich alsa nach über das Pfandrecht zu äußern haben.

Sachv. **van Guaita:** Ja, ich möchte das Pfandrecht unbedingt auch nicht geschmälert sehen. Es ist heute Margen davon die Rede gewesen, wie die Frage zwischen dem Pravinzialbankier und der Zentrale, der Hauptstadt, steht. Da müßte dach auch eine gewisse Reziprazität bestehen. Wie wäre es denn in dem Fall, wenn von der Zentrale solche Papiere geschickt werden?

Stellvertr. Vorsitzender: Das war natürlich nur ein Beispiel. Es kann auch der Fall vorkommen, daß von Berlin an eine größere Bank in Frankfurt Effekten geschickt werden, die dart umzutauschen sind. Alsa in diesem Fall sall selbstverständlich Berlin nicht besser als Frankfurt behandelt werden.

Sachv. **von Guaita:** Ich bin auch der Anschauung, daß wenn man eine bestimmte gesetzliche Regelung nach der Richtung herbeiführen würde, das Publikum dann gar zu sorglas

gemacht würde, wie ich ja überhaupt vorgestern mir schon erlaubte zu sagen, daß zu viel Vorschriften derart und zu viel Sicherheit derart, die dem Publikum geboten werden könnten, das Publikum sorgloser machen. Der Betreffende soll sich seine Leute anschauen, mit denen er zu thun hat; setzt er sich dann einer Gefahr aus, so hat er es mit vollem Willen gethan. Wenn eine Beschränkung nach der Richtung hin stattfinden könnte — aber ich weiß nicht, ob das nicht das ganze Geschäft mehr oder weniger auf andere Bahnen lenkt — und wenn man das Geschäft wie in England machen könnte, wo viele Effekten auf Namen stehen und größere Beträge auf einem einzelnen Schein stehen und eingetragen sind, so erblicke ich darin eine größere Garantie für den Besitzer und namentlich sind die Formalitäten in diesem Falle, um sie wieder frei zu bekommen, in England mit gewissen Schwierigkeiten verbunden. Ich weiß aus der Praxis: im Sterbefall hat man die allergrößten Schwierigkeiten in England, seine Papiere wieder herauszubekommen. Sind sie auf bestimmte Namen gesetzt, so wird dann sehr genau eruirt: wem gehören die Papiere. Der Besitzer geht also seines Besitzes nicht verlustig. Wenn bei uns vielleicht angestrebt werden könnte, daß die Papiere, wie in England, auf Namen gestellt, gehandelt würden, so möchte darin vielleicht eine gewisse Wandlung zum Besseren — ich weiß nicht, wie weit gehend — zu erzielen sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Mir ist die Bemerkung des Herrn Sachverständigen nicht ganz klar. Ich weiß nicht, ob er wünscht, daß die Aktien mehr auf Namen ausgestellt werden sollten, als es in Deutschland der Fall ist, wo wir doch überwiegend Inhaberaktien haben, oder welche sonstigen Vorschläge er gemeint hat.

Sachv. **von Guaita:** Ja, ich möchte es nicht gerade so hinstellen, als wenn ich damit einen Wunsch ausgesprochen hätte. Ich habe es nur einmal im Prinzip erwähnen wollen, und ich wünschte, daß die Herren sich auch darüber äußern. Ich könnte mir aber denken, daß dadurch die Geschäfte sich etwas schwieriger ausführen und schwieriger wieder abwickeln.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn die neue Geschäftsform der Gesellschaften mit beschränkter Haftung mehr in Aufnahme kommen sollte, würde ja dieser Zweck erreicht werden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** In Bezug auf die Frage der Verpfändung der Depots — um bei dem Beispiel zu bleiben — eines Provinzialbankiers bei dem Berliner Bankier ist heute Vormittag gesagt worden, daß für den Fall, daß der Provinzialbankier seine Zahlungen einstellt und bei dem Berliner Bankier Effekten verpfändet hat, welche nicht ihm, sondern einem Kunden von ihm gehören, alsdann eine Ordnungsstrafe für den Provinzialbankier festgestellt werden sollte, deshalb, weil er Effekten, welche ihm nicht gehörten, versetzt hatte. Ist nicht der Herr Sachverständige der Ansicht, daß der Provinzialbankier, wenn er so handelt, nämlich wenn er Effekten, welche ihm nicht gehören, bei dem Berliner Bankier versetzt, sich eo ipso der Untreue schuldig gemacht hat, indem er Papiere, welche nicht sein Eigenthum sind, bei einem Dritten verpfändete, so daß also eine Ordnungsstrafe als solche eigentlich zu milde wäre, und anderweitige gesetzliche Bestimmungen einzutreten hätten?

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte zunächst bemerken, daß hier augenblicklich ein Mißverständniß des Herrn Kommerzienraths Mendelssohn vorliegt. Der Fall ist heute Vormittag nicht erörtert, daß Jemand Effekten versetzt hat, über die er nicht zu verfügen berechtigt war, sondern es ist der Fall erörtert, daß der Provinzialbankier Papiere zum Berliner Bankier schicken mußte, um den Auftrag auszuführen, und es ist empfohlen, durch eine Mittheilung, daß das fremde Papiere

find, dafür zu sorgen, daß dem Berliner Bankier das Pfandrecht an diesen Papieren entzogen würde.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich mache nur darauf aufmerksam, daß das in der Praxis vielfach auf dasselbe hinauskommt; ich glaube, es ist fast allgemein üblich, daß in den Bedingungen für den Geschäftsverkehr — nehmen wir einmal an des Berliner Bankiers mit seinem Kommittenten — der Passus enthalten ist, daß auf sämmtliche Effekten, welche für den Kommittenten bei dem Berliner Bankier ruhen, eo ipso der Berliner Bankier das Pfandrecht hat. Es würde also in diesem Falle, auch wenn nicht eine ausdrückliche Verpfändung der nach Berlin gesandten Papiere stattgefunden hat, doch auf Grund der allgemeinen Bedingungen die Verpfändung faktisch eingetreten sein, und es würde also Pflicht des Provinzialbankiers in diesem Falle gewesen sein, zu sagen: ich bitte aber, diese Papiere gesondert zu bewahren. Ich möchte also klarstellen: im Wesentlichen kommt es auf dasselbe hinaus, ob der Provinzialbankier sagt: ich schicke die Papiere und verpfände sie dir, oder ob er sie schickt und nichts dabei sagt. Auf jeden Fall würde ein Pfandrecht des Berliner Bankiers auf die Papiere eintreten, und es würde allerdings die Thatsache vorliegen, daß der Provinzialbankier Papiere verpfändet hat, welche ihm nicht gehören.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, ein gewisser berechtigter Kern scheint mir dem innezuwohnen, was Herr Kommerzienrath Mendelssohn sagt. An sich ist es in thesi nicht unmöglich, daß in dem Senden der Papiere, ohne zu kennzeichnen, daß der Sendende nicht befugt ist, sie zu verpfänden, vermöge des Bewußtseins, daß dann die Effekten das gesetzliche Pfandrecht ergreift, ein strafbarer Thatbestand liegen könnte, insbesondere wenn der Sendende weiß, daß seine Verhältnisse nicht völlig sicher sind. Ich meine, das wäre Sache des individuellen Falls. Aber ich überzeuge mich gegenüber demjenigen, was ich heute Vormittag angedeutet habe; wenn die Vorschrift bloß dahin geht, daß die betreffende Person im Falle der Zahlungseinstellung strafbar ist, so ist es leicht denkbar, daß sich die Betheiligten der Anzeigepflicht entziehen, weil sie den Eindruck vermeiden wollen, als handelten sie in Befürchtung einer Zahlungseinstellung. Da man doch wünschen muß, daß sich eine allgemeine Uebung bildet, vermöge deren das Handeln des Einzelnen nicht mehr dem hiesigen Kommissionär auffällig zu sein braucht, ist es doch vielleicht wünschenswerth, eine allgemeine Bestimmung zu treffen in dem Sinne — mag man das eine wirkliche Strafe oder eine bloße Ordnungsstrafe nennen —, daß es strafbar ist, fremde Papiere dem Subkommissionär zu senden ohne die Angabe, daß der Betreffende nicht befugt ist, darüber pfandweise zu verfügen. Dann würde sich, glaube ich, eine allgemeine Uebung herausbilden, ohne daß für den einzelnen Fall irgendwie die Erfüllung dieser Pflicht suspekt machte, und dann hätten wir erreicht, was wir wollen.

Ich komme also doch auf den Gedanken zurück, ob es nicht zweckmäßig wäre, vorbehaltlich der Frage, ob im einzelnen Falle Anklage wegen Untreue oder Unterschlagung erfolgt, eine allgemeine — und zwar von dem Fall der Zahlungseinstellung absehende — Vorschrift zu erlassen, wonach zum Mindesten bei Ordnungsstrafe die Verpflichtung besteht, anzuzeigen: ich bin nicht befugt, über diese Papiere zu verfügen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ja, bei der Bestrafung dieser Fälle ergiebt sich immer, daß als Zeitpunkt der strafbaren Handlung allein die Zeit angesehen wird, wo der Betreffende die Zahlungen eingestellt hat.

(Widerspruch.)

Das kommt mir ein Bischen so vor, wie wenn einer sagt: du kannst stehlen, aber du wirst bestraft, sowie der Diebstahl

entdeckt ist. Ich halte an sich diese Verpfändung fremden Eigenthums — das spreche ich offen aus — seitens des Provinzialbankiers bei dem Berliner Bankier für strafbar, und ich würde also mit diesem Urtheil nicht erst abwarten, bis der Provinzialbankier seine Zahlungen einstellt, sondern ich finde, er begeht eine strafbare Handlung, auch ohne die Zahlungen einzustellen. Das wollte ich gern klarstellen.

Sachv. **van Guaita:** Ja, wenn Sie die Frage an mich gestellt hatten, Herr Kommerzienrath, so stimme ich dem vollkommen bei.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Herrn Sachverständigen Baer sich weiter zu äußern.

Sachv. **Baer:** Also der erste Punkt betrifft die Frage, ob Mißstände bei der Vermittlung zwischen der Börse und den außerhalb derselben stehenden Kreisen herrschen. Ich möchte mich dahin äußern, daß in Frankfurt das Geschäft einen recht soliden Gang geht und daß die Kundschaft im Großen und Ganzen durchaus zufrieden ist. Der Schnitt — ein Wort, das heute schon verschiedene Male gefallen ist — ist dort nach aus folgenden Gründen schwerer durchzuführen: alle Ordres, die nach Frankfurt gegeben werden und die auf sofort lauten oder vor dem ersten Kurs kommen, werden sofort ausgeführt und angezeigt. Dann haben wir noch eine andere Art der Ausführung. Das ist der Mittelkurs. Unser Hinterland hat die Gepflogenheit, daß die Ordres, auch auf Spekulationspapiere auf Zeit, nicht allein im Kassageschäft, auf Mittelkurs gegeben werden. Der Kommittent wünscht sich den Durchschnittskurs zu sichern, also die Variationen der Börse mitzumachen, welche sich bei dem ersten und letzten Kurs herausstellen. Das giebt ja auch eine gewisse Sicherheit, weil ein öffentliches Börsenkursblatt da ist, in dem der erste und letzte Kurs offiziell notirt werden. Ich glaube, daß in Berlin der letzte Kurs nicht offiziell notirt wird. Das ist mir nicht bekannt.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie sprechen von Zeitgeschäften?

(Sachv. **Baer**: Ja!)

Da wird meines Wissens der letzte Kurs nicht notirt.

Sachv. **Kämpf:** Es wird doch immer ein Kurs notirt. Ein Kurs muß doch der letzte sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich meine, er wird nicht in derselben Weise festgestellt, wie der erste.

Sachv. **Kämpf:** Nein.

Sachv. **Baer:** Bei uns wird aber der letzte Kurs festgestellt. Es wird geschellt, dann wird der Kurs festgestellt, und das ist der letzte Kurs. Also durch diesen Mittelkurs, der sich aus dem ersten und letzten Kurs herausstellt, hat der Kommittent die Gewähr, daß er zu seinem Recht gekommen ist.

Ich möchte bei der Gelegenheit bemerken, daß sich der Frankfurter Platz, der ja dem Berliner leider an Bedeutung nachsteht, insofern rühmen kann, als wir die ganze Krisis ohne jeden Fall durchgemacht haben; also es hat nicht allein keine Defraudation, sondern auch kein Fall eines Hauses 2c. stattgefunden. Wenn ich das konstatire, so spricht das ja sehr für unsere Solidität.

Das wäre Nummer 19.

Was die Nummer 21 betrifft, so möchte ich den Eintritt als Selbstkontrahent nicht geschmälert wissen, und ich muß auch da betonen, daß diese Form in Frankfurt sehr beliebt ist und auch aus technischen Gründen, die heute Morgen angeführt worden sind. Es haben sich keine greifbaren Mißstände gezeigt. Man würde das wenigstens ganz sicher gefunden haben in den Reklamationen der Kundschaft, die heutzutage ja so verwöhnt und streng ist, daß sie sich in keiner Weise etwas gefallen läßt.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie sagten, die Form sei sehr beliebt, bei den Kommissionären oder auch bei den Kommittenten?

Sachv. **Baer:** Bei Beiden. Es ist in Frankfurt Sitte, den Ausdruck Uebernehmen oder Ueberlassen zu gebrauchen. Das ist ja der Ausdruck des Eintritts als Selbstkontrahent, und wir haben in der Praxis auch gefunden, daß durch diese Handhabung und Ausführung an der Börse nicht solche dem Kommittenten ungünstige Beeinflussungen vorgekommen sind und auch nicht solche starken Variationen, wie sie hier speziell bei Kassaeffekten vorkommen; die sind bei uns ja eigentlich unbekannt. Es hält sich das Alles in viel solideren Grenzen. Ich glaube auch, daß das unsaubere Element, welchem dadurch doch gesteuert oder beigekommen werden soll, wenn auch gesetzliche Mittel und Wege gefunden werden sollten, doch immer eine Hinterthür — wie man zu sagen pflegt — suchen und finden wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie auch glauben, daß die vornehmen Bankiers diese Hintertreppen benutzen würden?

Sachv. **Baer:** Nein, das glaube ich nicht. Aber das möchte ich doch bemerken, es ist so eine eigene Sache. Wenn heute auch eine Bank, die eine Idee für ein Papier hat, sich einen Posten kaufen will, und sie bekommt heute die Ordre von einem Kommittenten, einen Posten zu verkaufen, sollte sie dann nicht in der Lage sein, diesen Posten Papiere eventuell zu übernehmen, und kommt denn der Kommittent dadurch zu Schaden? Nehmen wir den Fall an, wir haben heute die gute Idee, wir wollen uns einen Posten preußische Konsols oder irgend ein Papier kaufen. Wir bekommen von einem Provinzialbankier eine große Ordre darauf und zu einem Kurs, wie wir ihn bei der Ausführung an der Börse taxiren, wir wollen einmal sagen: zu 100, das ist der Kurs, zu dem wir gern kaufen würden. Wir übernehmen diesen Posten von diesem Kunden in uns. Das würde ja eigentlich verboten sein; nach den verschiedenen Ansichten, die heute in der Diskussion geäußert wurden, sollte ja eigentlich der Kommissionär wirklich nur der Kommissionär sein, er soll nur die Ordre ausführen und seine Gegenpartie haben, wie das z. B. in London bei dem Broker ja Sitte ist, der immer seine Kontrepartie haben muß, wenn er korrekt handeln will. Nun übernehmen wir diesen Posten Konsols, berechnen unserem Kommittenten das Papier zum offiziellen Kurs. Ist der Mann dadurch geschädigt? Ich glaube, im Gegentheil. Denn wenn wir diesen Posten Papiere an der Börse in Wirklichkeit verkaufen würden, würde er möglicherweise einen schlechteren Kurs bekommen, als er ihn von uns bekommt, da, wenn es ein großer Posten und wenn es stille Zeit ist, es Eindruck machen könnte und der Kurs dadurch weichen würde, es also nicht im Interesse des Kommittenten läge, diese Ordre effektiv ausgeführt zu sehen. Es würden dann andere Käufer jedenfalls da sein bei dem gewichenen Kurse, und diese Käufer würden ihn genießen, würden Vortheil davon ziehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dies Beispiel ist ja von Ihrem Standpunkt aus ganz richtig gewählt. Aber setzen Sie den Fall, daß ein Kommissionshaus 100 000 Mark zu verkaufen und ein anderes 200 000 Mark zu kaufen beauftragt ist, so würde doch der Preis ein höherer werden, wenn beide Aufträge an der Börse ausgeführt werden, als wenn diese beiden Offerten nicht auf den Markt kommen, und es wird also jedenfalls der eine Kommittent geschädigt. Denn jetzt wird der Preis festgestellt unabhängig davon, daß der beabsichtigte Einkauf doppelt so hoch gewesen ist wie der Verkauf.

Sachv. **Baer:** Wenn wir, um ein Beispiel zu nehmen, 1 Million Konsols für einen Kommittenten zu verkaufen

haben, und auf der anderen Seite ist eine Ordre da, für 2 Millionen zu kaufen, so daß 1 Million mehr gesucht als angeboten würde — respektive es wird mehr von der Waare begehrt werden und der Kurs wird dadurch höher werden —, wenn wir dann diese Papiere übernehmen würden, so würde unser Kommittent doch den höheren Kurs genießen, der dadurch hervorgerufen worden ist, daß größere Partien bestens oder zu höherem Preise gesucht werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn aber das eine Kommissionshaus, das eine Verkaufsordre von 100 000 Mark hat, diese nicht an den Markt bringt, und das andere Kommissionshaus, das eine Einkaufsordre von 200 000 Mark hat, dieselbe auch nicht an den Markt bringt, dann wird das Preisniveau nicht gehoben, weil diese Einkaufsordre von 200 000 Mark nicht auf den Markt einwirkt. Das glaube ich, ist doch richtig?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wenn die Einkaufsordre in diesem Falle nicht auf den Markt einwirkt, wenn also der Betreffende, welcher die 200 000 Mark kaufen soll, sie aus sich selbst giebt, so frage ich den Herrn Sachverständigen, ob nicht anzunehmen ist, daß, wenn er sie nicht an den Kommittenten gegeben, sondern an die Börse gebracht hätte, in Folge dessen der Kurs noch ungünstiger geworden sein würde.

Sachv. **Baer:** Noch schlechter, das wollte ich sagen.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie wollten das nicht bloß sagen, Sie haben das auch gesagt. Aber Sie haben sich nur auf den Fall beschränkt, daß Sie der einzige Kommissionar sind, der diese 100 000 Mark nicht an den Markt bringt.

(Sachv. Baer: Ich wollte mich da noch ergänzen!)

Aber wenn nun ein anderes Kommissionshaus einen höheren Auftrag zum Einkauf hat und diesen nun auch nicht an den Markt bringt, weil es selbst als Kontrahent eintritt, so wird doch dadurch, daß diese beiden Aufträge — der Auftrag, 100 000 Mark zu verkaufen, und der Auftrag, 200 000 Mark einzukaufen — nicht an den Markt gebracht werden, der Kurs ein ungünstigerer sein, als wenn diese beiden Aufträge an den Markt gebracht würden, denn es würde die Nachfrage um 100 000 Mark höher sein als das Angebot.

Sachv. **Baer:** Ja, Sie führen Beispiele an, die in der Praxis sich eigentlich nicht so herausstellen. Ich wollte nur bemerken, wie heute Morgen auch schon von einer Seite erwidert wurde: die Kurse werden ja nicht gerade von ein oder zwei Leuten gemacht, die Kurse vollziehen sich alle in der Oeffentlichkeit, und wer an irgend einem Papiere Interesse hat, wird ja ganz genau hinsehen und wird eventuell zugreifen oder verkaufen, wenn ihm der Kurs zu hoch erscheint.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte fragen: sieht der Herr Sachverständige nicht hierin gerade einen allgemeinen Vortheil? Angenommen, die eben vom Herrn Präsidenten angeführten 200 000 Mark würden nicht an die Kundschaft vergeben, sondern sie wären an der Börse gekauft, dann würde sich wahrscheinlich der Kurs steigern. Morgen kommt wieder einer, der verkauft, dann würde der Kurs fallen. Dann würden große Preisschwankungen, welche doch möglichst vermieden werden sollen (es kann sich ja auch um Papiere handeln, in denen geringere Umsätze stattfinden), dadurch gerade hervorgebracht werden. Nicht wahr?

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube, keiner hat die Aufgabe, Kursschwankungen zu vermeiden, wenn sie sich aus dem natürlichen Verhältniß von Angebot und Nachfrage ergeben. Ich konstatire nur, daß in diesen beiden Fällen der

eine Auftraggeber dadurch geschädigt wird, wenn das andere Kommissionshaus nicht die höhere Einkaufsordre an den Markt bringt.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte dagegen nur die Frage stellen, ob nicht, wenn derartige große Preisschwankungen vorkommen, das auf das Publikum im Allgemeinen influenzirt und dadurch gerade ein Element der Unsicherheit in die Kreise der Besitzer hineinbringt. Allgemein, glaube ich, wäre es doch wünschenswerth, daß nicht durch derartiges zufälliges Angebot beziehungsweise Nachfrage gerade der Kurs solider Anlagepapiere einen Tag herauf und den anderen Tag herunter geht.

Sachv. **Baer:** Es werden jedenfalls große Variationen dadurch herbeigeführt. Das ist keine Frage.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte fragen: das bezieht sich doch Alles nur auf Kassageschäfte?

Sachv. **Baer:** Doch nicht!

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Auch auf Zeitgeschäfte?

Sachv. **Baer:** Auch auf Zeitgeschäfte.

Heute Morgen wurde die Frage wegen der Aussendung von Reisenden aufgeworfen. Ich hätte eigentlich damit anfangen sollen. Ich muß sagen, daß mir das sehr antipathisch ist und daß, wenn gewisse gesetzliche Maßregeln ergriffen würden, die darauf abzielen, auch verschiedene andere Punkte unter das Ehrengericht zu stellen, daß, wenn solches Vorgehen Einzelner — ich möchte sagen — gemeinschädlich wird, das auch unter solche Aburtheilungen fallen soll.

Stellvertr. Vorsitzender: Halten Sie überhaupt das Aufsuchen von Aufträgen beim Privatpublikum zu derartigen Spekulationsgeschäften für einen legitimen Geschäftszweig?

Sachv. **Baer:** Nein. Das Aufsuchen des Privatpublikums, um dasselbe zum Spekuliren an der Börse zu animiren, halte ich durchaus nicht für einen legitimen Geschäftszweig.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie haben sich dann über alle diese Fragen geäußert?

Sachv. **Baer:** Ja, ich habe nichts hinzuzufügen.

Freiherr **von Huene:** Ich hätte noch eine Frage zu stellen. Es handelt sich um die Kursnotirung. Der Herr Sachverständige aus Frankfurt hat uns mitgetheilt, daß dort auch für Zeitgeschäfte ein Anfangskurs, ebenso ein Endkurs offiziell gemacht wird, und daß aus den beiden Kursen ein Mittelkurs berechnet wird, der gleich wie für Kassageschäfte die Grundlage für die Geschäfte sein muß. Nun kann ja ein Kommittent einen Auftrag bestens geben oder zum Mittelkurs. — Ist Mittelkurs bestens?

(Sachv. Baer: Mittelkurs ist bestens!)

Damit würde er in der Lage sein, an der Hand des Kurszettels zu kontroliren, ob sein Kommissionär ihn richtig behandelt hat oder nicht. Wir haben heute von dem Herrn Sachv. Stadtrath Kämpf gehört, daß in Berlin bloß der Anfangskurs in der Weise gewissermaßen offiziell gemacht wird, und ich nehme an, daß das so zu verstehen ist, daß man annimmt: hier liegen gleichzeitig gemachte Aufträge vor, die wir zu gleicher Zeit gegen einander abwägen können, und daß man daraus den Kurs feststellt, daß aber die Anregung, die Herr Geheimrath Gamp gab und die ich mir auch vorgenommen hatte zu geben, ob es nicht möglich wäre, mehrmals den Kurs festzustellen, amtlich gewissermaßen, auch für Zeitgeschäfte, von dem Herrn Sachverständigen abgewiesen worden ist, und ich habe ihn so verstanden, daß er meint, daß es für Zeitgeschäfte ganz ausgeschlossen sei, in derselben Weise wie beim Einheits-

kurs der Kassageschäfte im Laufe der Börse noch einmal oder zweimal eine offizielle Kursnotirung zu machen, daß es in der Natur der Zeitgeschäfte nach seiner Ansicht liegt, daß hier jedes Geschäft, das im Laufe der Börse gemacht wird, sofort abgeschlossen wird, und nicht mit dem Vorbehalt auf spätere Feststellung des Kurses gemacht wird wie beim Kassageschäft, sondern jedes einzelne Geschäft wird perfekt in dem Moment, wo es abgeschlossen ist, und die spätere Entwicklung der Kurse hat auf dieses Geschäft keinerlei rückwirkende Kraft. Habe ich den Herrn Sachverständigen da richtig verstanden?

Stellvertr. Vorsitzender: Ganz richtig!

Freiherr **von Huene** (zum Sachv. Kämpf): Und Sie würden es also nicht für möglich halten, so etwas in Berlin einzuführen?

Sachv. **Kämpf:** Was den Mittelkurs in Frankfurt anlangt, so ist das nicht ein bestimmter, im Laufe der Börse vorkommender und festgesetzter Kurs, sondern der Kurs, der sich kalkulatorisch aus dem höchsten und dem niedrigsten Kurse ergiebt. Wenn ich den Auftrag erhalte, auf Zeit zum Mittelkurs zu kaufen, oder zu verkaufen, so bin ich gezwungen, auf diesen Mittelkurs zu spekuliren, d. h. zu einem mir richtig scheinenden Kurse zu kaufen in der Hoffnung: dieser Kurs, zu dem ich gekauft habe, wird dem Mittelkurs, den ich ja erst nach 2 Uhr erfahre, möglichst nahe sein oder ihn treffen. Dabei kann ich etwas gewinnen, dabei kann ich etwas verlieren, vielleicht komme ich ohne Schaden und ohne Nutzen heraus. Denn welches der Mittelkurs sein wird, weiß ich ja in dem Augenblicke, wo ich den Auftrag ausführe, gar nicht. Und wenn ich den Auftrag, zum Mittelkurs auf Zeit auszuführen, an den Makler gebe, so muß der Makler spekuliren, denn auch der Makler weiß um 12 1/2 Uhr, wo ich ihm etwa den Auftrag gebe, nicht, wie sich die Kurse noch bis 2 Uhr entwickeln werden. Derartige Aufträge kommen hier an der Berliner Börse auch vor, wir müssen sie bisweilen nothgedrungen ausführen, oder wir thun es mit dem äußersten Widerwillen, denn wir werden gezwungen, auf diese Weise zu spekuliren. Und was den letzten Kurs anlangt, so hat sich für Berlin das Bedürfniß nicht herausgestellt, eine Notiz dafür zu machen, wie für den ersten Kurs. Wenn die Kundschaft erst verlangen wird, zum letzten Kurs bedient zu werden, dann werden wir ohne Zweifel den letzten Kurs einführen. Bisher ist nur ein Bedürfniß zum ersten Kurs vorhanden.

Freiherr **von Huene:** Ja, würde die Feststellung des Mittelkurses nicht mit voller Sicherheit auch voraussetzen, daß ein letzter Kurs amtlich festgestellt wird? Denn erst dadurch, daß zweimal, am Anfang und Ende, ein Kurs festgestellt wird, ergiebt sich ein wirklicher, sozusagen amtlicher, Mittelkurs. Das würde also hier fortfallen, wenn man nicht einen amtlichen Schlußkurs festsetzt. Da würde die Berechnung des Mittelkurses sehr schwer sein, denn es würde nachgewiesen werden müssen, daß thatsächlich der bestimmte höchste Kurs und der bestimmte niedrigste Kurs zum Abschluß geführt haben, und der Nachweis ist hier eigentlich nicht vorhanden.

Stellvertr. Vorsitzender: Meines Wissens wird in Frankfurt am Main im Kassageschäft nicht zum Mittelkurs gehandelt.

(Freiherr von Huene: Zum Durchschnittskurs!)

Eben, zum Durchschnittskurs.

Sachv. **Kämpf:** Ich möchte darauf noch erwidern, daß der letzte Kurs so gut wie amtlich ist. Er ist amtlich, denn der vereidete Makler sagt den letzten Kurs an, und hat irgend Jemand etwas dagegen einzuwenden, dann geht er zum Börsenkommissar und ersucht ihn, einmal festzustellen, ob dies wirklich der letzte Kurs war. In Folge dessen können Sie auch hier

den Mittelkurs kalkulatorisch feststellen. Aber im Zeitgeschäfte zum Mittelkurs zu **handeln**, ist meiner Ansicht nach eigentlich eine Unsitte, denn man wird dadurch zu dem gezwungen, was gerade Alle vermeiden wollen, nämlich als Kommissionär oder als Makler zu spekuliren.

Sachv. **Baer:** Ich wollte Herrn Stadtrath Kämpf erwidern, die Schwierigkeiten, die Sie hier bei Ausführung der Aufträge haben, die Ihnen zum Mittelkurs zukommen, liegen eben darin, daß es hier sehr wenig Sitte ist. Es liegt in der Usance. In Frankfurt ist das seit vielen Jahren gang und gäbe, unser Hinterland, die Provinz, ist daran gewohnt, und dadurch finden sich sofort, also schon vor 12 Uhr, so und so viel Makler: der hat zum Mittelkurs zu kaufen, jener hat zu verkaufen; in fünf Minuten ist das ganze Geschäft erledigt, während, wie Herr Stadtrath Kämpf sagte, und wie ich auch hier schon anderweit erfahren habe, man in Berlin mehr gewahnt ist, sofort nach Ankunft der Depesche die Ordre auszuführen. Das liegt eben nur an dem Brauch. In Frankfurt muß der Mittelkurs nicht notirt werden, es heißt dann einfach zum Durchschnittskurs. Dann wird berechnet zum dritten, Durchschnittskurs, also ein Mittel, das sich ergiebt, wenn man alle Kurse zusammenaddirt und mit den notirten Kursen, so und so viel, hinein dividirt.

Stellvertr. Vorsitzender: Das Bedenken des Herrn Stadtrath Kämpf hat eigentlich wohl weniger mit der Usance zu thun, als damit, daß bei dem Frankfurter Verfahren die Kommissionshäuser zu einer Spekulation genöthigt würden, die sie hier in Berlin nicht mitzumachen haben.

Sachv. **Kämpf:** Und auch die Makler.

Stellvertr. Vorsitzender: Gewiß, die Makler vorzugsweise.

Sachv. **Baer:** Das liegt zum großen Theil, wie ich eben angeführt habe, daran, daß man hier die Ausführungen zum Mittelkurs wenig kennt und dadurch wenig Ordres kommen und die Ordres sich nicht kompensiren.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Bei aller Achtung vor der Solidität, mit der die Notirungen in Frankfurt gemacht werden, muß ich doch sagen, daß es mir nicht ganz unbedenklich erscheint, daß zu einem Mittelkurs gehandelt wird, bevor er feststeht, aus dem Grunde, weil man ja die Kurse leicht korrigiren kann nach der Richtung hin, daß ein Mittelkurs nach oben oder unten herauskommt, wie er gerade nach Lage des Geschäfts für die Makler oder die Häuser, welche die Aufträge annehmen beziehungsweise ausführen, wünschenswerth erscheint. Mir liegen ja konkrete Fälle gar nicht vor; aber ich meine nur, die Versuchung liegt sehr nahe, daß man durch Festsetzung der äußersten Grenzen, des höchsten und des niedrigsten Kurses, sich einen Mittelkurs konstruiren kann, welcher gefärbt ist, möchte ich sagen, und darum will mir auch unbedingt und ohne Weiteres die Frankfurter Art zu notiren nicht als die begehrenswertheste erscheinen.

Sachv. **Baer:** Jedenfalls hat der Kommittent und dessen Kommittent, der Provinzialbankier und dessen Kunde u. s. w. doch unter allen Umständen eine Direktive und einen sicheren Anhalt über das, was ihm aufgegeben wird, indem er in dem öffentlichen Börsenkursblatt seine verschiedenen Kurse hat und ganz genau kontroliren kann, ob er richtig und korrekt bedient ist. Man muß ja immer bedenken — wir sprechen hier von Spekulationspapieren, vom Terminhandel —, daß in diesen Papieren doch fast immer und regelmäßig Geschäft ist und daß doch der Einzelne nicht gerade die Kurse von Kreditaktien, Diskontokommandit u. s. w. u. s. w., nach seiner Willkür sich konstruiren kann.

Freiherr **von Huene:** Ich habe die Einwendungen des Herrn Stadtraths Kämpf auch bloß dahin verstehen können,

daß er sagt: durch den Mittelkurs bekommt der Kommissionär ein Interesse daran, gewissermaßen zu spekuliren und nicht einen Schnitt zu machen, wie es jetzt hier und da vorkommt, sondern dadurch ein gutes Geschäft zu machen, daß er zu einem Kurse z. B. kauft, der billiger ist, als der Mittelkurs, zu dem er nachher in der Lage ist, seinem Kommittenten abzugeben. Das würde die Folge sein. Wenn der Kommittent sagt: kaufe zum Mittelkurs, und der Kommissionär kauft billig ein, und der Mittelkurs wird nachher höher, so bekommt er von dem Auftraggeber thatsächlich den höheren Kurs bezahlt. Er kann einen höheren Kurs berechnen, als er selbst bezahlt hat, und diese Spekulation würde entstehen, dieses Bestreben, dies Geschäft zu machen. Es würde also ein Mißstand, wenn man so sagen darf, an die Stelle des anderen treten, der Mißstand dieser Spekulation an Stelle des Mißstandes des Schnitts.

Sachv. **Kämpf:** Ich möchte noch hinzufügen, daß auch die Makler in Betracht kommen, und gerade, wo wir darauf dringen, daß die Makler solide Geschäfte machen, würden wir sie auf diese Weise zwingen, sich in Spekulationen hineinzubegeben, die ihrem Gewerbe eigentlich ganz fremd sein sollten.

Stellvertr. Vorsitzender (zum Sachv. Munk): Wollen Sie sich über die Frage äußern.

Sachv. **Munk:** Zu den Mißständen des Kommissionshandels gehört, daß durch die Kommissionare das Publikum zur Betheiligung an Börsengeschäften vorzugsweise herangelockt wird. Sie thun das auf die verschiedenste Weise, theils durch die Presse, theils durch Zirkulare, theils durch Reisende, von denen bereits die Rede gewesen ist, theils durch Agenten, die sie in der Provinz unterhalten, theils auch, was man tagtäglich sieht, durch Anschreiben der Kurse der beliebtesten Spielpapiere in den Schaufenstern, und wie weit sie dabei gehen in der Umgehung der Vorschriften betreffend den Zutritt zur Börse, das hat eine Zeugenvernehmung jüngst zu meiner Kenntniß gebracht. Kunden eines Kommissionärs pflegten Monate lang sich im Vorraum der Börse aufzuhalten und dort von Angestellten dieses Bankhauses den Bericht über die Kurse entgegenzunehmen und auf der Stelle Börsenaufträge ihnen zu ertheilen. Meines Erachtens ist ein derartiges Gebahren doch wohl in hohem Maße anstößig, und es verstößt auch gegen die polizeilichen Vorschriften über den Aufenthalt in den Vorräumen der Börse. Wie es möglich gewesen ist, daß dergleichen geduldet wurde, entzieht sich meiner Beurtheilung.

Ein weiteres Moment ist das, daß es durch Vermittlung der Kommissionäre dem Publikum überhaupt erst möglich gemacht wird, Börsentermingeschäfte zu machen. Das große Publikum würde, weil es eben die Börse nicht besucht und, insofern es die Börse besuchte, gar keinen Kredit an der Börse finden würde, auch gar nicht in der Lage sein, Börsentermingeschäfte zu machen, wenn die Kommissionäre nicht dem Publikum ihren eigenen Kredit zur Verfügung stellten. Die Kommissionäre handeln eben für Rechnung des Kommittenten im eigenen Namen, und auf den Kredit des Kommissionärs wird das Termingeschäft geschlossen, und für die Gewährung dieses Kredits erhalten im Wesentlichen die Kommissionäre eigentlich Provision, die anscheinend ja verhältnißmäßig geringfügig ist. Sichern lassen sie sich aber bekanntlich stets oder wenigstens in den meisten Fällen, sobald irgendwie die Zahlungsfähigkeit des Kommittenten zweifelhaft ist, durch die Hinterlegung von Depots, und es ist auch heute bereits erwähnt worden, daß die sogenannte Marginklausel üblich ist. Für den Fall, daß irgendwie Veränderungen in dem Kurs zum Nachtheil des Kommissionärs eintreten sollten, behalten sie sich das Recht vor, eine Sicherheit zu fordern oder, wenn eine Sicherheit bereits gestellt ist, eine Erhöhung der Sicherheit nachträglich zu verlangen. Nach dieser Richtung sind irgend welche Vorschriften, welche Fristen

sie dabei beobachten sollen, überall nicht gegeben, und sie sind in der Lage, dieses zum Nachtheil des Kommittenten auszubeuten und eben dann mit der Anforderung auf Depots an die Kommittenten heranzutreten, wenn die Konjunkturen es diesen schwer machen, die nöthigen Summen herbeizuschaffen, und da sie sich vorbehalten, in solchen Fällen stets das entgegengesetzte Deckungsgeschäft zu machen, sind sie in der Lage, auf Kosten des Kommittenten einen eigenen Vortheil zu erzielen. Meines Erachtens müßte dagegen eingeschritten werden. Ich glaube nicht, daß es möglich ist, irgend welche Frist festzustellen, welche der Kommissionär dabei innehalten muß, denn diese Frist könnte immer nur als angemessene Frist bezeichnet werden, und eine angemessene Frist würde auch heutzutage der Richter anzuwenden haben. Er würde auch heute stets in Berücksichtigung zu ziehen haben, ob die Ausübung dieser Marginklausel nach dem Grundsatz von Treu und Glauben unbillig ist. Insofern er findet, daß sie unbillig ist, so würde er jedenfalls der Meinung sein, daß der Kommissionär hiervon keinen Gebrauch hätte machen dürfen und würde ihm das Recht versagen. Also nach dieser Richtung bedarf es einer besonderen Bestimmung des Gesetzgebers nicht.

Nun würde meines Erachtens höchstens in Frage kommen, ob hiergegen nicht disziplinarisch eingeschritten werden könnte. Ich habe mir bereits gestern erlaubt, bezüglich der Zulassung zum Terminhandel, einen Vorschlag zu machen, daß eine Bestimmung gegeben würde, wonach der Zutritt zur Börse solchen Firmen zeitweise versagt werden soll, welche sich in anstößiger Weise einer Verletzung ihrer Berufspflichten schuldig machen, und es würde dann, wenn man eine solche Vorschrift annehmen würde, wohl auch ein derartig anstößiges Verfahren sich darunter bringen lassen. Für den Fall, daß in unbilliger Weise — und zugleich gewohnheitsmäßig, denn ein einzelner Fall würde schwerlich zu einer derartigen Annahme führen — von einer derartigen Marginklausel Gebrauch gemacht würde, würde vermuthlich dann das Disziplinargericht die Ueberzeugung gewinnen, daß ein solcher Mann untauglich ist, daß er seine Berufspflichten als Börsenkaufmann in anstößiger Weise verletzt, und es würde der Ausschluß von der Börse auf Zeit erfolgen.

Ein fernerer Mißstand ist das sogenannte Schneiden im Kurse. Das besteht bekanntlich darin, daß man einen dem Kommittenten nachtheiligen Kurs zur Anrechnung bringt, und in den Stand gesetzt hierzu wird der Kommissionär durch die Vorschrift des Handelsgesetzbuchs, welche dem Kommissionär einfach gestattet, als Selbstkontrahent einzutreten, und ihn nicht verpflichtet, sofort anzugeben, ob er in sich oder mit einem Dritten das Geschäft gemacht hat. Meines Erachtens läßt sich dies Verfahren eines Kommissionärs in keiner Weise rechtfertigen. Man hat gesagt: es habe der einzelne Kommittent gar keinen Anspruch auf ein einzelnes mit einem Dritten geschlossenes Geschäft, falls der Kommissionär als Selbstkontrahent eintritt. Dagegen ist an und für sich nichts zu erinnern. Allein der Kommissionär hat doch die gesetzliche Verpflichtung, mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kommissionärs zu verfahren, und daher ist es doch nöthig, daß er auch den günstigsten Zeitpunkt wählt, der zur Ausführung eines Geschäfts für den Kommittenten geboten und möglich war. Wenn sich nun thatsächlich ergiebt, daß er in der Lage gewesen ist, zu einem günstigeren Kurs abzuschließen — und das beweist ja eben die Thatsache, daß er es gethan hat — dann ist meines Erachtens ihm die Verpflichtung aufzuerlegen, dasjenige Geschäft, das er zu einem günstigeren Kurs abgeschlossen hat, dem Kommittenten zu Gute kommen zu lassen. Es ist nach dieser Richtung zweifelhaft, welches dann eigentlich der Kurs ist, der zu Grunde zu legen ist. In der Kammer für Handelssachen, wo ich den Vorsitz führe, ist wiederholt die Ansicht angenommen, daß, weil nach dem Handelsgesetzbuch der Kurs zur Zeit der Ausführung maßgebend ist, für solche Fälle derjenige Kurs maßgebend sei, welcher zur Zeit der

Ausführungsanzeige gegolten hat. Nun ist hieraus zu folgern, daß, wenn die Anzeige nach Schluß der Börse erfolgt, der letzte Kurs maßgebend ist. Man könnte vielleicht so weit gehen zu sagen, daß, wenn die Ausführungsanzeige nach Schluß der Börse erfolgt, der Selbsteintritt überhaupt nicht mehr möglich sei, denn man könnte sagen: nach Schluß der Börse ist ein Kurs überhaupt nicht mehr vorhanden, und wenn der Selbsteintritt nur möglich ist zu dem Kurse zur Zeit der Ausführung des Geschäfts und zur Zeit der Ausführung der Anzeige ein Börsenkurs nicht existirt, so sei er nicht möglich. Meines Erachtens würde diese Ansicht im Widerspruch stehen mit dem gewöhnlichen Geschäftsgange, der es unmöglich macht, sofort vor Schluß der Börse oder unmittelbar bei Schluß der Börse eine Ausführungsanzeige zu erstatten. Deshalb kann man meines Erachtens so weit nicht gehen, sondern muß anerkennen, daß auch nach Schluß der Börse Ausführungsanzeigen möglich und zulässig sind, und es kann sich nur fragen, welcher Kurs anzuwenden ist. Nach Ansicht der Kammer für Handelssachen würde in einem solchen Falle der Schlußkurs maßgebend sein. Aber es wird dadurch lediglich der Kommittent geschützt gegen die Anwendung eines ungünstigeren Zwischenkurses, falls der Schlußkurs ein günstigerer wurde, dagegen aber nicht geschützt für den Fall, daß in der Zwischenzeit der Kurs sich zu seinen Ungunsten ändert. Also ändert sich der Kurs zu Gunsten des Kommittenten, nun, so erklärt der Kommissionär: das Geschäft, das ich mit dem Dritten gemacht habe, habe ich für dich gemacht. Aendert sich dagegen der Kurs zum Nachtheil des Kommittenten, so erklärt der Kommissionär: ich trete als Selbstkontrahent ein, und nun ist es ja unausführbar mit Rücksicht auf die fungible Natur der Börsentermingeschäfte, irgendwie hinterher den Nachweis zu erbringen, welches Geschäft etwa im Auftrage und für Rechnung des Kommittenten gemacht ist. Die Frage ist selbst auch strittig, ob es zulässig ist, daß man hinterher den Nachweis erbringen will, daß ein einzelnes Geschäft, welches der Kommissionär mit einem Dritten geschlossen hat, als ein für Rechnung des Kommittenten geschlossenes anzusehen sei, falls der Kommissionär nicht von seinem Selbsteintrittsrecht Gebrauch gemacht hat. Selbst wenn man diese Ansicht theilen sollte, daß ein solcher Einwand des Kommittenten nach dieser Richtung hin zulässig sei, so würde doch die Beweislast den Kommittenten treffen, und es liegt meiner Ansicht nach auf der Hand, daß dieser Beweis mißlingen müßte, weil nicht die Möglichkeit vorliegt, den Beweis zu erbringen, welches Geschäft der Kommissionär auf Grund des ertheilten Auftrages mit einem Dritten gemacht hat, da die Geschäfte sammt und sonders gleichartig, durchaus fungibel, reine Gattungsgeschäfte sind. Das liegt eben in der Natur der Börsentermingeschäfte. Auf die Mittel, welche diesen Mißbrauch verhüten können, werde ich mir erlauben, später zurückzukommen.

Ich habe bereits gestern erwähnt, daß ein Mißstand im Kommissionshandel auch der ist, daß durch den Selbsteintritt des Kommissionärs eine Einwirkung auf die Börsenkurse herbeigeführt wird. Es ist bereits heute von dem Herrn Präsidenten erwähnt worden, daß bei der Berathung des Handelsgesetzbuchs darauf Rücksicht genommen war und es geradezu als ein Vorzug gerühmt wurde, daß zu Ungunsten des Kommittenten eine Einwirkung auf die Börsenkurse nicht herbeigeführt würde. Von den Herren Vorrednern ist das ebenfalls hervorgehoben worden. Hierdurch geben sie aber die Thatsache der Einwirkung selbst zu. Bei der Berathung des Handelsgesetzbuchs ist lediglich der Vortheil in Rücksicht gezogen worden, der dem einzelnen Kommittenten daraus erwachsen kann, weil es für diesen unter Umständen vortheilhaft sein kann, daß dies einzelne Geschäft nicht bei der Kursfeststellung berücksichtigt werde. Daraus folgere ich nothwendig, daß jedenfalls dadurch eine Einwirkung erzielt wird. Die Einwirkung ist eine negative.

Weil dieses Geschäft nicht berücksichtigt wird, kann es eben nicht einwirken, wie es einwirken sollte. Diese negative Wirkung ist auch eine Wirkung, ebenso wie eine Unterlassung unter Umständen eine sehr positive Handlung sein kann, und diese negative Wirkung kann auch absichtlich unter Umständen von einem großen Bankhaus benutzt werden. Diese Dinge geschehen ja sehr häufig, wie ich zugeben muß, durchaus unabsichtlich. Es liegt durchaus kein Grund vor, anzunehmen, daß in allen Fällen, wo derartige Geschäfte gemacht werden, die Absicht darauf gerichtet sein könnte, eine Einwirkung auf die Kurse herbeizuführen. Aber meines Erachtens bleibt immerhin die Thatsache bestehen, einmal daß unter allen Umständen eine Einwirkung, wenn auch negativ, geübt wird, und zweitens, daß auch absichtlich davon Gebrauch gemacht werden kann, falls nämlich die Verhältnisse so liegen — die ja in vielen Fällen nicht so liegen — und die Oeffentlichkeit, die heute erwähnt worden ist, die unter Umständen es verhindert — wird es auch unter Umständen nicht verhindern —, und nach meinem Dafürhalten bleibt immerhin der Mißstand bestehen, daß die Geschäfte, die der Kommissionär als Selbstkontrahent abschließt, zunächst keine Einwirkung üben oder — so will ich mich ausdrücken — keine Berücksichtigung finden bei Feststellung der Kurse und somit negativ auf die Höhe der Kurse einwirken.

Ein weiterer Mißstand ist aber auch meines Erachtens der, daß die Kommissionäre doch sachkundige Berather vom Publikum bei der Anlage von Kapitalien zugezogen werden, und es würde meines Erachtens doch durch die Thatsache, daß sie als Selbstkontrahenten eintreten, ihr sachkundiger Rath in sehr vielen Fällen eine Einbuße erleiden, und wie mir mitgetheilt worden ist, wird auch dieser Rath selbst von außen her beeinflußt. Mir ist mitgetheilt worden, daß in einzelnen Fällen große Bankhäuser bei der Einführung neuer Papiere dem Kommissionär einen ermäßigten Preis beziehungsweise Provision bewilligen für den Fall, daß erhebliche Umsätze mit ihnen gemacht werden. Es ist also der Kommissionar in der Lage, in solchen Fällen dadurch, daß er seinen Selbsteintritt herbeiführt, sich derartige höhere Provision zu verschaffen.

Nun komme ich zu den Vorschlägen, welche zur Einschränkung des Selbsteintritts gemacht werden können. Ich will zunächst prüfen, wie weit eigentlich der Selbsteintritt gerechtfertigt ist. Nun, es hat das Handelsgesetzbuch den Selbsteintritt gestattet in Bezug auf Waaren und Werthpapiere, welche einen Marktpreis oder Börsenpreis haben, und hat den Selbsteintritt gestattet, weil bei der in Deutschland üblichen Verbindung von Selbsthandel und Kommissionshandel es für den Kommissionär vortheilhaft sein kann, wenn er eine Waare, die er verkaufen soll, seinen eigenen Waarenbeständen einverleiben kann, beziehungsweise umgekehrt, wenn er die Waare, die er kaufen soll, von seinem Waarenvorrath abgeben kann, und weil ferner auf diesem Wege der Kommissionär in den Stand gesetzt wird, seine Kunden besser zu bedienen, und weil der Kommittent genügend geschützt erscheint durch die Bestimmung, daß in diesem Fall der Börsen- beziehungsweise Marktpreis maßgebend sein soll.

Nun ist meines Erachtens doch zu unterscheiden der Handel in Werthpapieren und der Handel in Waaren. In Bezug auf Werthpapiere liegt meines Erachtens nicht ohne Weiteres eine Verbindung von Eigenhandel mit Kommissionshandel in dem Sinne vor, wie es eigentlich bei der Berathung des Handelsgesetzbuchs angenommen wurde. Waaren kauft der einzelne Händler aus verschiedenen Bezugsquellen zusammen, und es ist eben die Kunst eines Kaufmanns, unter den verschiedenen Bezugsquellen eine Auswahl zu treffen; bezüglich der Werthpapiere dagegen liegt es wesentlich anders, da giebt es keine Bezugsquellen, die sind ein für allemal da. Es kann möglicherweise vorkommen, wenn heute ein Bankier ein Papier verkauft, daß er es in Zukunft wiederkauft, wenn der Kurs günstig ist, aber eine Absicht, Papiere anzuschaffen, um sie seinen Kunden

demnächst wieder abzugeben, liegt wohl der Regel nach dem Bankier durchaus fern. Meines Erachtens kann auch der Umstand nicht herangezogen werden, daß der Kommissionär eine Abneigung hat, seine Bezugsquellen kundzugeben. Diese Abneigung, seine Quellen aufzudecken, kann nicht in Betracht kommen, weil es in Bezug auf Werthpapiere Bezugsquellen im eigentlichen Sinne nicht giebt. Es wird das Geschäft in der Regel so gemacht werden, daß ein Bankhaus als Kommissionär mit einem anderen Bankhaus als Kommissionär kontrahirt, und es erscheint in beiden Fällen ein Bankhaus. Niemand kann ersehen, wer dahinter steckt, wer das Geschäft gemacht hat. Ich spreche augenblicklich vom Kassahandel. Auf den Terminhandel komme ich gleich zurück. In Bezug auf den Waarenhandel gebe ich zu, daß die Erwägungen, welche die Zulassung zum Selbsteintritt herbeigeführt haben, durchaus zutreffend sind. In Bezug auf den Terminhandel in Waaren erscheint mir jedoch der Zweifel berechtigt, ob die Annahme in der That zutrifft, welche der Zulassung zu Grunde gelegen hat: daß das Interesse des Kommittenten in allen Fällen dadurch gewahrt sei, daß die Einhaltung des Börsen- oder Marktpreises zur Zeit der Ausführung nachgewiesen werde. Dagegen spricht meines Erachtens einmal, daß das Termingeschäft stets ein Kreditgeschäft ist, also der Kommissionär stets genöthigt ist, den Kommittenten Kredit zu gewähren, sowie die Möglichkeit des Schneidens im Kurse und endlich spricht auch dagegen die Einwirkung, welche der Selbsteintritt auf die Höhe beziehungsweise auf die Feststellung der Kurse hat. Meines Erachtens könnte man vielleicht dahin kommen, mit Rücksicht auf diese Gründe zu sagen: der Terminhandel in Waaren ist ungerechtfertigt und unzulässig. Ich würde so weit nicht gehen, sondern würde meinen, daß, soweit das Interesse des Kommittenten in Betracht kommt, diesem überlassen werden kann, wie es das Handelsgesetzbuch vorsieht, den Selbsteintritt auszuschließen. Höchstens würde ich so weit gehen, daß ich sage, es empfiehlt sich, den Selbsteintritt in Bezug auf das Termingeschäft an die Genehmigung des Kommittenten zu binden. Insoweit das allgemeine Interesse im Uebrigen in Betracht kommt, habe ich mir eben erlaubt, den Vorschlag zu machen, den Selbsteintritt an die Erklärung zu binden, welche der Kommissionär an der Börse gegenüber einem vereideten Makler abgeben soll. Sofern dieses geschehen würde, würde dadurch nothwendigerweise das Geschäft bei der Feststellung der Kurse mit zur Berücksichtigung kommen müssen. Das würde den zweiten Vortheil haben, den ich auch bereits zu erwähnen mir erlaubt habe, nämlich das Schneiden im Kurs unmöglich zu machen, denn es wäre dann der Zeitpunkt genau festzustellen, in welchem diese Erklärung gegenüber dem vereideten Makler abgegeben ist, und demzufolge wäre der Kurs festzustellen, welcher für das Geschäft maßgebend ist, und es würde dann nicht mehr in Frage kommen können, es würde die Möglichkeit ausgeschlossen sein, daß der Kommissionär hinterher eine Ausführung zu einem günstigeren Kurse zu seinen Gunsten verwenden konnte.

Es ist heute bereits hervorgehoben worden, daß das Reichs-Oberhandelsgericht in Bezug auf Differenzgeschäfte eine Ansicht ausgesprochen hat, wonach es als den vermuthlichen Willen der Kontrahenten angenommen hat, daß in Bezug auf Differenzgeschäfte ein Selbsteintritt nicht in der Absicht des Kommittenten gelegen habe. Es kann vielleicht zweifelhaft sein, ob diese Begründung schlechthin zutreffend ist. Ich möchte aber auf einen anderen Grund hinweisen, der möglicherweise doch eher zutreffen dürfte, aber, wie ich finde, eigentlich bisher nicht beachtet worden ist und meines Wissens auch in der Literatur noch keine Anerkennung gefunden hat. Ich lege nämlich Werth auf die Fassung des Artikels 376 des Handelsgesetzbuchs. Der Artikel 376 des Handelsgesetzbuchs erklärt den Kommissionär für befugt, wenn der Kommittent nicht Anderes bestimmt hat, das Gut, welches er einkaufen soll, selbst als Verkäufer zu liefern, oder

das Gut, welches er verkaufen soll, als Käufer für sich zu behalten, und man hat im Allgemeinen dies so verstanden, daß es sich da um die einfache Anerkennung des Rechtes handle, den Kontrakt mit sich selbst als Verkäufer beziehungsweise als Käufer abzuschließen. Nun würde man nur nicht begreifen, weshalb das Handelsgesetzbuch eigentlich eine so weitschweifige und komplizirte Fassung gewählt hat, denn es lag ja viel näher, zu sagen, daß er befugt ist, als Selbstkontrahent einzutreten beziehungsweise als Verkäufer oder Käufer einzutreten, beziehungsweise zu sagen, daß er befugt ist, zu verkaufen oder zu kaufen. Es sind aber die Ausdrücke gewählt: als Verkäufer zu liefern, als Käufer die Waare für sich zu behalten. Man behält nichts, was man nicht hat. Aus dieser letzteren Fassung geht deutlich hervor, daß er die Waare bereits besitzen muß, wenn er sie behalten soll, und der Ausdruck „liefern" spricht doch auch dafür. Da er doch nicht gleichbedeutend ist mit „verkaufen", so bezieht er sich eigentlich auf die Erfüllung eines Kaufvertrages, auf dasjenige, was der Verkäufer zu thun hat, wenn er einen Kaufvertrag geschlossen hat. Man könnte also auch aus dieser Fassung des Artikels bereits entnehmen, daß das Handelsgesetzbuch eigentlich nur die Befugniß giebt, das Selbsteintrittsrecht geltend zu machen, wenn man sofort die Ausführung vornimmt. Es gestattet dem Kommissionär nicht, sich ohne Weiteres zu verpflichten als Verkäufer oder als Käufer, es gestattet ihm nur, die Verbindlichkeiten eines Verkäufers oder Käufers zu erfüllen, so daß also dann ohne Weiteres der Kommittent in den Besitz derjenigen Vortheile gelangt, welche er auf Grund des in Auftrag gegebenen Geschäfts erlangen soll.

Das muß ich zugeben, diese Auffassung steht ganz vereinzelt da, und es wäre bedenklich, dieselbe einer gesetzgeberischen Maßregel zu Grunde zu legen. Ich würde es also für ausreichend erachten, wenn man einfach bestimmen würde, daß der Selbsteintritt in Bezug auf das Termingeschäft an die Genehmigung des Kommittenten gebunden ist und, wie gesagt, im allgemeinen Interesse habe ich den Vorschlag gemacht, den Kommissionär zu binden an die Erklärung, die er sofort dem Makler gegenüber abzugeben hat.

Die jetzigen Mängel sind wesentlich auch mit verschuldet durch die Bestimmung des Artikels 376 des Handelsgesetzbuchs, wonach der Kommissionär in der Lage ist, eine ganz allgemeine Ausführungsanzeige zu erstatten. Er hat nur zu sagen: ich habe das Geschäft für dich ausgeführt, dann hat er zunächst die vollkommen freie Wahl, noch hinterher zu erklären, wie er eigentlich das Geschäft hat ausführen wollen. Er setzt sich nur höchstens, wenn er die Ausführungsart unbestimmt läßt, einem gewissen Nachtheile aus, nämlich dem, daß der Kommittent ihn demnächst als Selbstkontrahenten in Anspruch nehmen darf, aber nicht muß; folglich erlangt zur Zeit der Kommissionär ein Wahlrecht, und jedes Wahlrecht enthält einen Vortheil, und er würde sich nicht dieses Wahlrecht erhalten, wenn er es nicht für vortheilhaft ansehen würde, es noch zu behalten. Meines Erachtens giebt es auch die Möglichkeit, Mißbrauch damit zu treiben. Der Mißbrauch zeigt sich insbesondere darin, daß der Kommissionär hinterher in der Lage ist, das Aussonderungsrecht, welches der Artikel 368 vorschreibt in Bezug auf die Forderungen bei der Verkaufskommission, hinterher zu vereiteln. Falls nämlich der Kommissionär hinterher seinen Konkurs herannahen sieht, so zieht er es vor, in solchen Fällen als Selbstkontrahent einzutreten, und erklärt nicht mehr, daß er das Geschäft mit einem Dritten gemacht habe; dadurch verliert nothwendigerweise der Kommittent das Aussonderungsrecht bezüglich der entstandenen Forderung im Konkurse, und wenn man in Zukunft den Vorschlag machen würde, wonach auch bei der Einkaufskommission der Kommittent geschützt werde, so würde in solchen Fällen ebenso die Möglichkeit gegeben werden, durch das Wahlrecht hinterher den Kommittenten zu schädigen.

Mit Rücksicht auf diese Erwägungen habe ich mir erlaubt, folgende Vorschläge zu machen:

Das Recht des Kommissionärs zum Selbsteintritt (Artikel 376 des Handelsgesetzbuchs) findet auf Werthpapiere, welche einen Börsenpreis haben, keine Anwendung.

In Bezug auf Waaren, welche einen Börsenpreis haben, kann der Selbsteintritt nur durch eine Erklärung ausgeübt werden, welche gegenüber einem (vereideten) Makler abgegeben wird.

Bei Termingeschäften ist der Selbsteintritt des Kommissionärs nur mit Genehmigung des Kommittenten zulässig.

Das Recht zum Selbsteintritt kann nicht mehr ausgeübt werden, wenn es nicht spätestens bei Absendung der Ausführungsanzeige erklärt wird.

Wenn man dieses letztere annehmen würde, so würde meines Erachtens die erwähnte Gefahr nicht mehr vorliegen, und man kann vom Kommissionär wohl fordern, daß er diese Erklärung, ob er als Selbstkontrahent das Geschäft in sich oder mit einem Dritten abgeschlossen habe, sofort bei der Ausführung abgiebt. Nach meiner Ansicht muß er dann bereits in der Lage sein, zu wissen, wie er das Geschäft ausführen wollte und ausgeführt hat, und wenn er sich das Wahlrecht vorbehält, wenn er nur eine zweideutige Erklärung abgiebt, so hat man meiner Ansicht nach Grund zu der Annahme, daß er im Trüben hat fischen wollen, denn sonst hätte er diesen zweideutigen Ausdruck wohl nicht gebraucht.

Ich würde jetzt auf die Vorschriften bezüglich des Pfandrechts überzugehen haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte bitten, Ihre Vorschläge noch einmal zu verlesen.

Sachv. **Munk:** „Das Recht des Kommissionärs zum Selbsteintritt (Artikel 376 des Handelsgesetzbuchs) findet auf Werthpapiere, welche einen Börsenpreis haben, keine Anwendung."

Wie weit das Selbsteintrittsrecht vertragsmäßig im Uebrigen Platz greifen würde, ist ja eine wesentlich andere Frage, da spielen ganz andere Gesichtspunkte mit hinein über die Natur des Kontrahirens mit sich selbst, wie sie das Reichsgericht angenommen hat, die aber nach meinem Dafürhalten zu sehr erheblichen Bedenken Veranlassung giebt, nämlich die Frage, in wie weit derjenige, welcher als Bevollmächtigter zu handeln beauftragt ist, befugt ist, mit sich selbst das Geschäft abzuschließen. Das Reichsgericht hat in dieser Beziehung die Ansicht von Römer angenommen, jedoch hat auch die Kommission für das Bürgerliche Gesetzbuch diese Auffassung neuerdings abgelehnt, nachdem der ursprüngliche Entwurf diese Ansicht akzeptirt hatte. Nach meinem Dafürhalten ist die Auffassung des Reichsgerichts nach dieser Richtung hin auf die Dauer hin nicht zu halten. Ich habe nach dieser Richtung hin

(Zuruf)

Mein Vorschlag betrifft nur das gesetzliche Selbsteintrittsrecht und läßt das vertragsmäßige unberührt, die Vertragsfreiheit würde natürlich immer gewahrt werden müssen. Also für den Fall, daß der Kommittent einfach einverstanden wäre, daß der Kommissionär als Selbstkontrahent handelt, würde ja darin, falls das gesetzliche Eintrittsrecht wegfällt, nichts weiter liegen, als der einfache Antrag zum Proprehandel.

Stellvertr. Vorsitzender (den Sachverständigen unterbrechend): Wollen Sie nicht die Güte haben, erst einmal die Sache vorzulesen.

Sachv. **Munk:** „In Bezug auf Waaren, welche einen Börsenpreis haben, kann der Selbsteintritt nur durch eine Erklärung ausgeübt werden, welche gegenüber einem (vereideten) Makler" — denn nach meinem Vorschlage würde es keine vereideten Makler geben, sondern nur Börsenmakler

(Zuruf)

— na ja, aber nach meinem Vorschlage, den ich mir gestern erlaubte, würde die Unterscheidung wegfallen — „abgegeben wird.“

„Bei Termingeschäften ist der Selbsteintritt des Kommissionärs nur mit Genehmigung des Kommittenten zulässig.“

„Das Recht zum Selbsteintritt kann nicht mehr ausgeübt werden, wenn es nicht spätestens bei Absendung der Ausführungsanzeige erklärt wird.“

Freiherr **von Huene:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, in Ergänzung seines Vorschlages noch eine Erklärung darüber zu geben, in welcher Weise der erste Satz des Absatzes 2 § 376 des Handelsgesetzbuches aufzufassen ist. Es heißt also, wenn der Kommissionär als Selbstkontrahent eintritt:

> „In diesem Falle ist die Pflicht des Kommissionärs, Rechenschaft über die Abschließung des Kaufs oder Verkaufs zu geben, auf den Nachweis beschränkt, daß bei dem berechneten Preise der Börsenpreis oder Marktpreis zur Zeit der Ausführung des Auftrages eingehalten ist.

Ich möchte fragen, wann wird der Nachweis als erbracht angesehen. Wir haben früher das Beispiel gehört, daß von Seiten des Kammergerichts der Nachweis als erbracht angesehen worden ist, wenn überhaupt ein Preis notirt worden ist, der an dem Tage thatsächlich gehandelt wurde. Wird nun hier dem Wortlaut nach die Ansicht platzgreifen müssen, daß der Nachweis erbracht wäre, daß in dem Augenblick der Ausführung dieses der Kurs gewesen ist? Die Sache ist ja schon mehrfach gestreift. Ich möchte wissen, wie die Herren Juristen sich dazu stellen, was sie für Anforderungen an den Nachweis stellen, wann sie den als erbracht ansehen, durch welches Material.

Sachv. **Munk:** Das Material ist ja das amtliche. Also wir haben uns in der Regel auf den amtlichen Kurszettel berufen, und wenn der amtliche Kurszettel uns beweist, daß der Kurs zu der Zeit gegolten hat, so würde dieser maßgebend sein. Ich habe bereits vorhin unterschieden, wenn Jemand zum Schluß der Börse erklärt: ich trete als Selbstkontrahent ein, so würde nach meiner Meinung nur der Schlußkurs maßgebend sein, und wenn er sich einen früheren Kurs wahren will, so müßte er sofort während der Börse seine Ausführungsanzeige zur Absendung bringen, damit festgestellt würde, welches der frühere Kurs gewesen ist. Wenn der Zeitpunkt feststände, wann er die Anzeige abgesandt hat, so würde dieser Zeitpunkt dann der maßgebende sein. Was nun die Höhe der Preise anbetrifft, so würden wir doch nur die amtliche Feststellung zu Grunde legen können, und wenn eine amtliche Feststellung nicht vorliegt, so würde maßgebend sein der mittlere Preis nach Maßgabe des Gesetzes.

Freiherr **von Huene:** Also Sie würden den mittleren Preis zu Grunde legen. Aber es fehlt immer der Nachweis, daß, wenn der Betreffende anzeigt: ich habe gekauft oder verkauft, dies der wirkliche Zeitpunkt ist. Das ist ja die große Lücke, die wir zu beklagen haben.

Sachv. **Munk:** Ja, deshalb ist auch der Vorschlag von mir gemacht worden, er soll eben unter allen Umständen den Selbsteintritt gegenüber einem Makler erklären müssen. Dann ist dieses Bedenken erledigt. Dann steht fest, in welchem Zeitpunkt er das eigene Geschäft gemacht hat, und macht er das Geschäft mit einem Dritten, dann kommt das nicht in Betracht, dann ist ja der Artikel 376 nicht zur Anwendung zu bringen. Macht er das Geschäft mit einem Dritten, dann ist ja nur nachzuweisen, wie er dasselbe mit dem Dritten gemacht hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, wenn nun aber der Kommissionär mehrere Geschäfte ausführt, nicht nur für mich, sondern gleichzeitig auch für Andere? Das hat mit dem

Selbsteintrittsrecht nichts zu thun. Es mag ja sein, daß der Schnitt, so wollen wir sagen, durch die Anzeige des Selbsteintritts etwas erschwert ist, aber möglich ist es auch bei der Ausführung mit Dritten.

Sachv. **Munk:** Das mag ja sein; ich will nicht in Abrede stellen, daß auch auf andere Weise der Schnitt möglich ist. Aber ich glaube nicht, daß man alle Zuwiderhandlungen verhindern kann.

Freiherr **von Huene:** Ich verstehe also den Herrn Sachverständigen so, daß er sagt: wenn mit einem Dritten das Geschäft gemacht wird, wird es noch andere Beweismittel geben, z. B. das Buch des anderen Maklers, mit dem er abgeschlossen hat, dann kann er es ja nachweisen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn der Mann aber Geschäfte an dem Tage macht, dann schreibt er doch nicht ein, ob er sie für sich macht oder für einen Anderen. Ich meine, wenn er an dem Tage nur Geschäfte für Dritte macht, so wäre es ja eine ganz andere Frage, wem er den Vortheil zuwendet oder nicht, aber, wenn er zugleich für sich und für Andere Geschäfte machte, so können Sie einen anderen Beweis nach dem bisherigen Recht auch nicht fordern, als daß er sagt: ich habe das Geschäft ausgeführt, hier ist eine Ausführung. Ich habe 100 Geschäfte gemacht, da stehen 99 andere, die sind günstiger, die habe ich aber für mich gemacht. Ich meine, man kommt immer auf den Punkt zurück, daß er im Moment die Anzeige macht.

Freiherr **von Huene:** Würde man ihm nicht die Verpflichtung auferlegen können, daß er in dem Buch notirt: „für mich das und das"?

Sachv. **Munk:** Ich glaube, das würde besondere Schwierigkeiten haben. Ich glaube nicht, daß der Kaufmann, der verschiedene Geschäfte hat, sich im Moment schlüssig machen kann: das werde ich diesem geben, das werde ich jenem geben. Man muß dem Kaufmann das Leben doch nicht zu schwer machen, sondern man darf nur eingreifen, wenn wirklich zu grobe Mißstände vorhanden sind. Das halte ich für zulässig. Aber weitere Beschränkungen möchte ich nicht empfehlen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe früher schon hervorgehoben: ich glaube, wir bewegen uns unter Umständen sehr in Theorien. Wie ich annehme, vollzieht sich die Sache doch so, daß, wenn dem Manne ein Kurs angegeben ist, der plausibel ist, kein Kommittent den Mann drängen wird: sage mir einmal, in welchem Augenblick hast du das Geschäft gemacht. Der anständige Kommittent thut das nicht, und derjenige, der auf den Kommissionär angewiesen ist, weil er nur einen kleinen Vorschuß gegeben hat, kann es nicht thun. In Folge dessen werden die Geschäfte anerkannt, die Saldoanerkenntnisse erfolgen, später wird die Geschäftsverbindung gebrochen, weil nun schließlich irgend ein bisher latentes Mißtrauen oder Insuffizienz des Kommittenten es zum Bruch bringt. Dann ist der Kommittent verpflichtet, sein Anerkenntniß anzufechten, dann steht er auf den Standpunkt, als Beklagter zu sagen: ich habe bisher angenommen, du hast das Geschäft in dem und dem Moment gemacht. Worauf kann er sich dann berufen? Auf die Bücher des Kommissionärs. Eine solche Vorlegungspflicht von Büchern hängt von der Diskretion des Gerichts ab. Es sind die betreffenden Eintragungen keine gemeinschaftlichen Urkunden, das ist schon anerkannt worden. Nicht ohne Noth verfügt das Gericht bei einer solchen Lage, wenn es keinen Anhalt für ein inkorrektes Verfahren hat, ein derartiges Perkrutiren, um eigentlich erst Material zu verschaffen. Die Einwendungen fallen also dann in der Regel zu Boden, und deshalb halte ich die ganze Sache für etwas sehr Theoretisches. Ist die Kursberechnung sehr auffallend, dann wird der Schnitt

vielleicht bewiesen werden; ist sie nicht besonders auffallend, dann schlägt der Eindruck des schikanösen Verhaltens des den Einwand Erhebenden durch.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, legt er den Hauptwerth auf die Mittheilung an den Makler.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das meine ich eben. Ich weiß im Augenblick nicht, ist es ein Irrthum meinerseits, ich sehe doch nur, daß der Paragraph auf Waaren gefaßt ist. Ist das ein Zufall? Ich spreche jetzt von Werthpapieren.

Sachv. **Munk:** Ja, weil ich für Werthpapiere den Selbsteintritt ganz ausschließen will.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie stehen aber immer voll auf dem Boden, eine reine dispositive Gesetzesbestimmung zu geben. Sie gehen nicht so weit — und darin liegt meines Erachtens doch der ganze Schwerpunkt der Sache —, die Vertragsfreiheit in Vereinbarung Ihre Palliative beseitigender Bestimmungen stören zu wollen?

Sachv. **Munk:** Die will ich nicht stören.

Stellvertr. Vorsitzender (zum Sachverständigen): Sie wollen den Terminhandel in Papieren ganz ausschließen?

Sachv. **Munk:** Nein, nur den Selbsteintritt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann müßten Sie doch allgemein den Satz aufstellen: es solle, gleichviel, ob Werthpapiere oder Waaren — ohne daß es durch Vertrag abgeändert werden könne —, der Selbsteintritt nicht geltend gemacht werden können, wenn derselbe nicht beim Makler angezeigt ist.

Stellvertr. Vorsitzender (zum Sachverständigen): Das wollen Sie?

Sachv. **Munk:** Das will ich.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe kaum einen Fall erlebt, in welchem der Bankier sich nicht die Befugniß, als Selbstkontrahent aufzutreten, durch Vertrag ausdrücklich vorbedungen hatte. Ja, wir haben sogar gehört, daß die vornehmen Bankiers direkt in ihren Bedingungen schon aussprechen, sie seien, sofern sie in den Ausführungsanzeigen nichts Anderes anzeigen, Selbstkontrahenten. Ihr Gedanke ist also, der Kommissionär solle das Recht des Selbsteintritts, auch wenn er angezeigt hat, daß er es ausüben will, nicht geltend machen, wenn er nicht die betreffende Erklärung an den Makler abgegeben hat.

Sachv. **Munk:** Da sollen zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen werden, einmal das Schneiden im Kurse, zweitens die Berücksichtigung bei der Feststellung der Kurse.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wäre das nicht zulässig, diese Bestimmungen durch Vertrag abzuändern, das also wieder durch den Vertrag aufzuheben, wenn Sie immer auf den Boden der Vertragsfreiheit stehen?

Sachv. **Munk:** Diese Frage habe ich bisher eigentlich nicht erwogen. Also die Vertragsfreiheit zu beschränken, finde ich eigentlich keine Veranlassung. Wenn zwei Leute paciscirен, so ist es ihre Sache, unter welchen Bedingungen sie kontrahiren wollen, dann würde weiter nichts vorliegen, als daß der Eine verkauft, der Andere kauft, dann liegt aber kein Kommissionsauftrag vor.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber es würde absolut keine praktische Bedeutung haben, wenn Sie nicht eine zwingende Vorschrift machen wollen, die durch Vertrag nicht abgeändert werden kann, denn sonst würde jedes Bankgeschäft die allgemeine

Bedingung aufnehmen, daß diese Bestimmung außer Wirksamkeit gesetzt wird, und daß es also auch befugt ist, als Selbstkontrahent einzutreten. Also praktische Bedeutung würde der Vorschlag meines Erachtens nur dann haben, wenn Sie ihn nicht im Wege des Vertrages beseitigen lassen wollen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist bei früheren Erörterungen der Frage von Sachverständigen gesagt worden: mit dem Moment, wo wir nach dieser Richtung Belästigungen eintreten lassen, würden sämmtliche anständigen Bankiers erklären — das ganze Kommissionsgeschäft hat sich eigentlich in dem Sinne entwickelt, daß ihm zum Propregeschäft mit Feststellung des Kauf- oder Verkaufspreises als getreuer Mann nicht viel fehlt — wir machen überhaupt kein Kommissionsgeschäft mehr, wir machen nur Propregeschäfte.

Sachv. **Munk:** Wo das der Fall sein wird, da wird eben nicht mehr der Artikel 376 zur Anwendung kommen, es wird nicht mehr ein Kommissionsgeschäft sein, es wird ein Propregeschäft sein. Propregeschäfte zu beschränken liegt meines Erachtens nicht der geringste Grund vor, denn unter welchen Bedingungen ich mit Jemandem kontrahire, ist doch meine Sache. Etwas Anderes ist es doch mit dem Artikel 376. Der gewährt ein gesetzliches Recht, das absolut nicht durchführbar wäre ohne diese gesetzliche Vorschrift, sofern man nicht die Ansicht theilt, die das Reichsgericht angenommen hat im Anschluß an Römer, wonach der Kommissionär ohne Weiteres für befugt zu achten wäre, mit sich selbst zu kontrahiren. Wenn man diese Frage verneint, wenn der Artikel 376 nach dieser Richtung hin eingeschränkt wird, würde nichts weiter übrig bleiben, als daß die Leute als Selbstkontrahenten auftreten, also wie jeder andere Mensch als Verkäufer oder Käufer sich betrachten lassen müßte.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ob es in der oder der Form geschieht, die Rechtsform ist gleichgiltig. Sie müßten dann mit Ihren Vorschlägen bis zu der Konsequenz vorschreiten, daß auch, wenn ich ein Propregeschäft mit Jemandem mache, oder auf einen Kurs hin, den ich aus den Kursen eines Tages getreu auswählen soll, ich die Wahl giltig doch nur in der Weise vornehmen kann, daß ich an der Börse einem Makler sage: das ist der Augenblick, in dem ich wähle.

Sachv. **Munk:** Wenn ich z. B. ein Geschäft machen wollte als Proprehandel, so würde doch wohl meines Erachtens nicht anders das Geschäft gemacht, als daß ich sage: ich verkaufe oder kaufe zu dem und dem Preis. Der Preis ist limitirt. Oder man sagt höchstens: ich verkaufe oder kaufe zum Mittelpreis, zum Durchschnittspreis. Das wäre ja schon ein bedenklicheres Geschäftsverfahren, aber wenn ich einen limitirten Preis setze, und der Mann verkauft an mich, beziehungsweise kauft von mir, dann liegt doch kein Grund vor, eine Beschränkung einzuführen. Die Sache wird doch erst bedenklich, wenn der Kommissionär als solcher befugt ist, wiewohl er das Geschäft nicht mit einem Dritten gemacht hat, zu sagen: ich trete ein als Selbstkontrahent, und sich darauf beruft, daß andere Leute zu dem Kurs Geschäfte gemacht haben, während er dies Geschäft gar nicht mit einem Dritten gemacht hat. Das ist meines Erachtens materiell und wirthschaftlich durchaus verschieden davon, wenn zwei Leute Propregeschäfte machen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn aber die Bankiers das Kommissionsgeschäft dann aufgeben und lediglich Propregeschäfte machen wollten, steht da nicht das große Publikum noch schlechter, als wenn die Bestimmung Anwendung findet, daß er lediglich als Kommittent gegenüber dem Kommissionär anzusehen ist?

Sachv. **Munk:** Ich kann mir gar nicht denken, warum es schlechter stehen sollte, denn wenn ich da einen Preis

limitire: ich verkaufe zu dem und dem Preis, oder kaufe zu dem und dem Preis, dann bewilligt er mir eben den Preis, den ich gefordert habe, und umgekehrt den Preis, zu dem ich kaufen will. Es ist aber ganz wesentlich anders, wenn ich ihm den Auftrag gebe, er soll als Kommissionär handeln. Dann soll er mein Interesse wahrnehmen mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kommissionärs. Er soll nicht bloß zu dem Preise kaufen oder verkaufen, den ich angegeben habe, denn das ist der äußerste Preis, er soll auch billiger kaufen und soll auch theurer verkaufen. Das macht doch einen wesentlichen Unterschied. Wenn ich dagegen ein Propregeschäft antrage, so ist das ein ganz bestimmter Preis.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es giebt doch einen Kauf mit Bestimmung des Preises durch einen der Kontrahenten gemäß dem arbitrium boni viri.

Sachv. **Munk:** Das dürfte doch meines Erachtens beim Terminhandel nicht möglich sein, daß man unter Bezugnahme auf das arbitrium boni viri einen Vertrag schließen könnte. Bei individuellen Waaren kann man wohl sagen, die Waare hat den und den Werth. Beim Terminhandel dagegen, beim reinen Gattungsgeschäft, wo alle Augenblicke der Preis schwankt, ist das billige Ermessen ausgeschlossen.

Freiherr **von Huene:** Diese Frage wollte ich nicht berühren. Ich glaube auch, daß es sehr bedenklich wäre, auf diesen Weg zu treten. Es würde den Kommissionär aus der Welt schaffen, wir müßten neue Bestimmungen erdenken, um das ganze Institut am Leben zu erhalten. Ich glaube, das Publikum hat Interesse daran, den Kommissionär zu haben; auch wird thatsächlich das Maklerthum immer wie Kommissionäre an der Börse auftreten müssen. Das wollte ich Alles nicht weiter berühren.

Nur den praktischen Vorschlage des Herrn Sachverständigen möchte ich noch zum Gegenstand einer kurzen Bemerkung machen. Er sagt, es ist dadurch zu machen, daß der Betreffende dem vereideten Makler sagt: machen Sie das Geschäft für meine Rechnung. Nun habe ich angedeutet, ob dies nicht dadurch erleichtert werden könnte, daß der betreffende Kommissionär oder Makler in seinem Buch die Notiz macht: „für mich", und da wurde mir entgegnet, das sei zu umständlich. Nun meine ich, diese Notiz zu machen „für mich das Geschäft" ist doch weit weniger umständlich, als den vereideten Makler aufzusuchen und dem das anzuzeigen.

Sachv. **Munk:** Dann würde ich das mißverstanden haben. Sie meinen, wenn er in sein Buch die Notiz macht?

(Freiherr von Huene: In sein Buch, ja!)

Das könnte doch höchstens in das eigene Notizbuch des Kommissionärs gemacht sein. Ja, dies Buch ist doch fortdauernd in seinen Händen. Es besteht doch gar keine Spur von Gewähr dafür, daß da nicht Veränderungen vorgenommen werden. Dann könnten wir doch nicht den Zeitpunkt feststellen, denn nur erst durch die Mitwirkung eines Dritten ist der Zeitpunkt festzustellen, wo er diese Erklärung abgegeben hat. Wann der Kommissionär seinen Vermerk gemacht hat, ist nie festzustellen.

Stellvertr. Vorsitzender: Er würde selbstverständlich den Vermerk zunächst gar nicht machen, sondern würde abwarten.

Freiherr **von Huene:** Ja, die Unredlichkeit würde ich doch nicht annehmen.

Sachv. **Munk:** Angenommen, er macht den Vermerk auch, aber welche Gewähr wäre dafür, daß der Zeitpunkt richtig ist?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Man darf nicht immer von Betrügern ausgehen, man muß davon ausgehen, daß das Handelsbuch für den Kaufmann ein Heiligthum ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Er würde zunächst gar nichts einschreiben.

(Zuruf: Man könnte ihn dazu verpflichten.)

Sachv. **Munk:** In einem Buch, das an der Börse in der Hast der Geschäfte ausgefüllt wird, dürfte doch schwerlich eine derartige Notiz einen Anspruch auf Glaubwürdigkeit haben.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Ich möchte in Bezug auf das Hilfsmittel, das der Herr Sachverständige vorgeschlagen hat, noch eine Frage an ihn richten. Es ist bemerkt worden, daß die Verpflichtung zur Anzeige bei dem Makler in Bezug auf diejenigen Geschäfte, die mittelst Selbsteintritts ausgeführt werden, nur eine Bedeutung haben würden, wenn es gesetzlich ausgeschlossen würde, daß diese Verpflichtung vertragsmäßig außer Anwendung gesetzt wird. Ich habe Zweifel, ob die Bestimmung einen praktischen Werth hat, selbst wenn sie durch Vertrag nicht außer Kraft gesetzt wird. Der Herr Sachverständige meinte, daß durch diese Anzeige bei der Effektuirung eines Geschäfts mittelst Selbsteintritts die Möglichkeit des Schnittes ausgeschlossen wird. Nun hat er selbst vorhin als solchen Fall des Schnittes den angeführt: der Kommissionär schließt zuerst an der Börse das Geschäft; z. B. wenn er Auftrag zum Kaufen bekommen hat. Nun wartet er ein bischen, wie sich der Kurs entwickelt. Steigen die Kurse, so tritt er nun in diesem Augenblick als Selbstkontrahent seinem Auftraggeber gegenüber ein, und das erste Geschäft zu dem günstigen Kurse behält er für eigene Rechnung. Nun frage ich, wodurch ändert sich etwas an der ganzen Sachlage, wenn man nun dem Kommissionär die Verpflichtung auferlegt, zu einem Makler zu sagen: in diesem Augenblick trete ich als Selbstkontrahent ein? Er wird auch hier den Kauf mit einem Dritten abschließen, dann wird er warten, wie der Kurs sich entwickelt, und wenn er wirklich für den Kommittenten ungünstiger wird, so geht er zu dem Makler und sagt: nun trete ich als Selbstkontrahent auf, und behält den Nutzen, der sich aus dem ersten Geschäft ergiebt, für sich.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn er das machen wollte, würde er aber auch den Nachtheil tragen, wenn der Kurs sich zu seinen Ungunsten gestaltet. Denn er würde doch nicht hinterher sagen können, dies Geschäft habe ich für eigene Rechnung abgeschlossen, da er dem Makler keine Mittheilung von demselben gemacht hat.

Geheimer Ober-Regierungsrath: Dr. **Hoffmann:** Das erste Geschäft hat er mit einem Dritten abgeschlossen. Nun wartet er, wie der Kurs sich entwickelt, um eventuell dieses erste Geschäft seinem Auftraggeber in Rechnung zu bringen aber bei einer anderweiten Entwicklung als Selbstkontrahent aufzutreten und den Nutzen aus dem ganzen Geschäft für sich zu schneiden. Die Anzeige beim Makler hat doch keinen Nutzen.

Sachv. **Munk:** Die Anzeige sollte nicht allgemeiner Natur sein, nämlich dahin: ich trete als Selbstkontrahent ein; das war meine Absicht nicht, sondern er sollte sagen: ich trete dem Kommittenten gegenüber als Selbstkontrahent ein. Also sobald er den Namen des Kontrahenten dem Makler nennen würde und das in dem Schlußschein steht, würde meines Erachtens der Beweis ohne Weiteres zu erbringen sein, denn die Erkundigung bei dem Makler wäre ja möglich, und würde der Kommissionär sich einfallen lassen, hinterher das zu unterdrücken, so würde wohl der Betrug ohne Weiteres, und zwar der strafbare Betrug, ihm nachzuweisen sein, und ich glaube nicht, daß so leicht sich Jemand finden würde oder wenigstens Einer, der sich nicht leicht mit dem Strafgesetzbuch in Kollision begiebt, der dann wagen würde, einfach zu erklären, ich habe das Geschäft nicht mit dir abgemacht, sondern mit dem abgemacht. Ja, wenn nur die einfache Anzeige beim Makler zu machen wäre, ich

trete hier als Selbstkontrahent in das Geschäft ein, ohne zu sagen, wem gegenüber, dann wäre der Mißbrauch möglich, und dann wäre kein Schutz gegeben.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Das ist wohl ein Mißverständniß. Auch ich gehe davon aus, daß die Anzeige des Herrn Sachverständigen eine Anzeige ist mit Nennung des Namens des Auftraggebers. Ich will mein Beispiel konkret fassen. Es kommt am Anfang der Börse an den Kommissionär der Auftrag, 100 000 Mark Konsols zu kaufen. Nun giebt der Kommissionär einem Makler den Auftrag zu kaufen, und er kauft zu 100. Dann wartet der Kommissionär eine Viertelstunde, ob der Kurs steigt — aber das Beispiel mit den Konsols ist für das, was ich sagen will, nicht recht gut gewählt —

(Zuruf: Es giebt ja auch Kauf auf Zeit in Konsols)

nun wartet der Kommissionär eine Viertelstunde, das Papier steigt auf 100½, und nun geht er nach dem Vorschlage des Herrn Sachverständigen zu einem anderen Makler und sagt: ich schließe als Selbstkontrahent für meinen Auftraggeber Herrn Meyer einen Kauf ab, wobei ich als Verkäufer fungire, zu 100½. Das ist der momentan geltende Kurs, und das erste Geschäft, was er zu 100 abgeschlossen hat, reatisirt er und steckt das halbe Prozent ein. Das ist ja der typische Fall des Schnitts; das ist der Fall, der auch vom Reichs-Oberhandelsgericht entschieden worden ist und der, da der Schnitt in diesem Falle bewiesen worden ist, zu der Entscheidung führte, daß hier der Kommissionär keinen Anspruch aus dem Geschäft hat. Also es ist der typische Fall, den auch Herr Kopetzky hier behandelt hat, und der wird nach diesem Vorschlag bleiben, wie er bisher war.

Sachv. **Munk:** Meines Erachtens hat der Kommissionär ein Recht, selbst Geschäfte zu machen, dem steht gar nichts entgegen. Es kommt nur darauf an, daß, wenn er ein Geschäft in Bezug auf einen bestimmten Kommittenten gemacht hat, er nicht hinterher je nach Lage, je nach Veränderung der Kurse erst seinen Entschluß ändert; also wenn er im Laufe der Börse ein Geschäft gemacht hat, das seiner Natur nach eigentlich nur in Folge des ertheilten Auftrags abgeschlossen ist, so kann er heutzutage das ohne Weiteres ändern und sagen: ich trete als Selbstkontrahent zu dem späteren Kurse ein, und es kann ihm kein Mensch irgendwie den Nachweis erbringen, daß es anders gewesen ist. Mein Vorschlag dagegen würde das unmöglich machen. Er würde einfach bereits an der Börse die Erklärung abgeben müssen und könnte nicht abwarten bis zum Schluß der Börse und könnte nicht abwarten, wie sich die Kurse im Laufe der Börse erst gestalten, sondern müßte zur Zeit den Entschluß fassen, ob er eben von dem Selbsteintrittsrecht Gebrauch machen oder die Sache mit dem Dritten machen will.

Stellvertr. Vorsitzender: Herr Stadtrath Kämpf, möchten Sie vielleicht geneigt sein, zu diesem Vorschlag vom Standpunkt der Berliner Börse aus Stellung zu nehmen?

Sachv. **Kämpf:** Ich kann mich nur dem anschließen, was Herr Geheimrath Hoffmann gesagt hat. Es ändert an der Sache gar nichts.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist ja freilich nicht möglich, sein derzeitiges Wissen und Wollen photographiren zu lassen, das kann kein Mensch verlangen; aber eine gewisse Einschränkung nachträglicher Willkür würde immerhin vorhanden sein. Ich muß jedoch ganz aufrichtig sagen, wenn ich einen Geschäftsmann nöthigen wollte, sich in dieser Weise äußerlich festzunageln, so würde ich mir doch sagen müssen, daß ich ihn damit aus diesem Geschäftszweig heraustreiben und in einen anderen hineintreibe, und wenn das zum mindesten keinen Vortheil bietet, dann muß ich sagen, daß ich die größten Bedenken habe, einen solchen Vorschlag zu akzeptiren.

Stellvertr. Vorsitzender: Würde die Vorschrift erhebliche Bedenken haben, daß beim Makler angemeldet wird, Herr Stadtrath Kämpf?

Sachv. **Kämpf:** Zunächst würde der Kommittent es sich nicht gefallen lassen, daß ich bei einem beliebigen Makler angebe, was dieser Kommittent für Geschäfte gemacht hat, und zweitens muß ich bestätigen, was Herr Präsident Wiener gesagt hat: wenn zu scharfe Bedingungen gemacht werden, dann kommen andere Formen, z. B. die Form der einfachen Offerte.

Stellvertr. Vorsitzender: Ja, würden Sie dies als eine für den Geschäftsverkehr zu lästige Bedingung ansehen?

Sachv. **Kämpf:** Unter allen Umständen für alle Theile.

Stellvertr. Vorsitzender (zum Sachv. Munk): Wollen Sie die Güte haben, fortzufahren und Ihr Urtheil über die anderen Punkte abgeben.

Sachv. **Munk:** Was das Pfandrecht betrifft, so ist daran nichts zu ändern. Der Gegenstand des Pfandrechts haftet für alle Ansprüche aus dem Kommissionsverhältniß, und das Beispiel, das heute erwähnt worden ist, giebt nach meinem Dafürhalten auch zu Bedenken eigentlich keine Veranlassung, denn auch heute ist der Kommissionär, wenn er mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns handeln wollte, genöthigt, dem dritten Kommissionär, dem er die Waare übersendet, gleichzeitig mitzutheilen, daß die Waare fremdes Gut ist, damit er die Entstehung des gesetzlichen Pfandrechts daran verhindere. Wenn er diese Verpflichtung aus dem Kommissionsverhältniß, die bereits heute besteht, nicht erfüllt, so begeht er keine strafbare Handlung, aber eine rechtswidrige Handlung, deren Folgen er zu tragen hat. Im Konkurse würde die Sache freilich stets dazu führen, daß das Pfandrecht des dritten redlichen Kommissionärs Platz greifen würde, das würde aber auch in Zukunft der Fall sein, sobald Jemand eine Anzeige unterlassen würde, die ihm das Gesetz zur besonderen Pflicht macht. Da will der Vorschlag eingreifen, daß der Kommissionär für den Fall, daß es zum Konkurse kommt und eine derartige Handlung vorgelegen hat, wie beim einfachen Bankrutt, mit einer empfindlichen Ordnungsstrafe bestraft werden solle. Ich halte zwar einen solchen Vorschlag nicht für ganz unannehmbar, aber doch auch nicht für unbedenklich, denn meines Erachtens beweist doch der Einzelfall, wenn er vorgekommen ist, noch nichts. In der Hast der Geschäfte kann sehr wohl der einzelne Kommissionär eine derartige Anzeige aus Gedankenlosigkeit, Flüchtigkeit oder sonst unterlassen, und man darf doch nicht dann ohne Weiteres daran die Strafbarkeit knüpfen wollen. Ich setze nun aber den Fall, er hat absichtlich gehandelt, wissentlich gehandelt, dann würde wohl auch heute der Begriff der Unterschlagung geltend gemacht werden können, namentlich wenn das Bewußtsein vorliegt, daß daraus Schaden für den Kommittenten hervorgehen konnte, und deshalb sollte ich meinen, daß heute schon ein derartiges Vorgehen gefaßt werden kann, und ich müßte erst die Formulirung sehen, ehe ich mich darüber genügend schlüssig machen könnte.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie nicht auch aus der Unsicherheit der Kursfeststellung ein Bedenken herleiten gegen das Recht des Kommissionärs, als Selbstkontrahent einzutreten?

Sachv. **Munk:** Ich habe mir bereits erlaubt, den Vorschlag der Anzeige zu machen.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bitte Sie aber, sich auch darüber zu äußern, ob die Kursfeststellung eine zuverlässige Grundlage für die richtige Lage des Marktes gewährt. Ich möchte also wissen, ob das nicht ein prinzipielles Bedenken überhaupt gegen den Selbsteintritt des Kommissionärs wäre?

Sachv. **Munk:** Da kann ich den Zusammenhang nicht recht einsehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Daß er also berechtigt ist, die Geschäfte zu einem Preise zu übernehmen, der so unzuverlässig festgestellt wird, daß er dem Werth der Waare nicht oder nicht immer entspricht.

Sachv. **Munk:** Nach meiner Kenntniß würden ja die Termingeschäfte, von denen hier die Rede ist, — —

Stellvertr. Vorsitzender (einfallend): Termin- und Kassageschäfte.

Sachv. **Munk:** Nun, wenn ich also Termingeschäfte zunächst ins Auge fasse, so pflegen diese fast niemals ohne Limit abgeschlossen zu werden oder aufgetragen zu werden, oder sie werden höchstens aufgetragen zum Anfangs- beziehungsweise Schlußkurse oder in Frankfurt zum Mittelkurse, also zu einem rechnungsmäßig zu ermittelnden Werthe. Dann ist es eben Sache des Kommissionärs, das Geschäft abzuschließen und zu sehen, ob dieser Preis erzielt werden kann oder nicht. Weitere Sorgfalt wäre da nicht aufzuwenden. Beim Kassageschäft hat der Selbsteintritt keinen Einfluß auf die Kurse, abgesehen von dem negativen Einfluß, von dem ich vorhin schon gesprochen habe. Dieser negative Einfluß ist immer vorhanden, und deshalb habe ich mir den Vorschlag erlaubt, in Bezug auf Effekten diesen Terminhandel ganz zu beseitigen, weil ich ihn da für schädlich und nicht für gerechtfertigt halte. In Bezug auf den Waarenhandel muß ich dagegen anerkennen, daß der Terminhandel nöthig ist, und deswegen kann man ihn meines Erachtens dort nicht untersagen.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie sind also fertig.

Wir kommen nun zu Nummer 20, die vorläufig zurückgestellt ist. Ich glaube, wir können uns da ziemlich kurz fassen. Wollen die Herren Sachverständigen sich darüber äußern.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich würde das verneinen. Es ist, glaube ich, nicht nöthig.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Grund, weshalb diese Anregung gegeben ist, ist vorzugsweise der, daß man sagt: Wenn das kleine Privatpublikum zu einem wenig zuverlässigen Kommissionär in der Provinz kommt, so wird ihm häufig ausgeredet, das Geld in sicheren Staatsanleihen anzulegen, und es werden ihm andere Anlagen empfohlen. Außerdem tritt das Privatpublikum dadurch in Geschäftsverbindung mit wenig zuverlässigen Elementen, die es dann auch zu weiteren Spekulationen verleiten.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich möchte mir da die Frage erlauben, welche Kassen eigentlich gemeint sind. Sollen es Postkassen sein?

Stellvertr. Vorsitzender: Es könnten Postkassen sein, Steuerkassen sein u. s. w.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Auch die Reichsbankstellen?

Stellvertr. Vorsitzender: Die Reichsbankstellen thun das bereits.

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Das dürfte doch genügen, wenn in ausgedehntester Weise Kassen vorhanden sind, wo sich das Privatpublikum sichere Papiere zur Anlage verschaffen kann.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir haben ungefähr 250 Reichsbankstellen in Deutschland, oder in Preußen, also doch eine verhältnißmäßig geringe Zahl.

Also Sie sind dagegen?

Nun bitte ich Herrn Stadtrath Kämpf sich zu äußern.

Sachv. **Kämpf:** Ich bin auch dagegen, und zwar glaube ich, daß die Zahl der unsicheren Elemente lange nicht so groß sein würde, wenn nicht die guten Geschäfte zum großen Theil dem Bankier jetzt bereits entzogen wären. Wovon sollen schließlich die Bankiers noch leben, wenn ihnen alle die guten, die sicheren Geschäfte entzogen werden, an denen sie eine Kleinigkeit verdienen können, bei denen aber keine Spekulation mit unterläuft? Die Reichsbank mit ihren 250 Stellen macht bereits ein großes Geschäft und hat sehr viel von den Bankiers an sich gezogen. Ich glaube, die Seehandlung macht auch derartige Geschäfte. Wenn nun die Postkassen in allen Städten damit beauftragt würden, so würde allerdings der solide Boden dem Bankier gänzlich entzogen werden, und da die Bankiers doch leben wollen, werden sie sich immer mehr auf die zweifelhaften Geschäfte werfen müssen.

Darf ich vielleicht noch fragen: Es ist doch angenommen, daß diese Kassen dann auch die Aufträge an der Börse ausführen sollen,

(Stellvertr. Vorsitzender: Das würde ich wohl annehmen!)

denn sonst würde die andere große Gefahr vorliegen, daß Angebot und Nachfrage in natürlicher Weise verschoben werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Nein, das ist wohl angenommen, daß diese Aufträge durch Vermittlung der Reichsbank oder irgendwie an der Börse ausgeführt werden.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich würde meinerseits auch entschieden dagegen sein. Es bleibt noch eine Menge solider Banken und Bankiers übrig, bei denen man Aufträge ausführen kann. Ich habe kein Bedürfniß empfunden.

Sachv. **von Guaita:** Ich schließe mich diesen Anschauungen an. In Frankreich besteht es ja für gewisse Papiere, aber ich habe das Bedenken, wie es sich beim Verkauf verhalten würde, wenn Aehnliches hier geschähe. Dürfte man sich auch wieder an dieselbe Behörde wenden, die es einem verkauft hat? Ich bezweifle das, und dann finde ich es unbedingt unrichtig, weil sie dadurch unbedingt den Provinzialbankier schädigen. Was für Geschäfte soll der dann noch machen? Soll er nur noch berufen sein, die Papiere wieder zu verkaufen? Das scheint mir doch sehr bedenklich!

Graf **von Arnim:** Es ist wiederholt von dem Herrn Sachverständigen diese Frage so aufgefaßt worden, als ob öffentliche Kassen die Beschaffung dieser Papiere durch Vermittlung der Börse übernehmen sollten. Ich habe aber damals bei Aufstellung der Frage die Sache so verstanden, daß z. B. bei Emission von Staatsanleihen die öffentlichen Kassen sämmtlich berechtigt sein sollen, Anmeldungen zu Zeichnungen entgegenzunehmen, ein Verfahren, das ich für sehr erwünscht halte, weil eine große Menge Leute dann nicht genöthigt sein würde, an Bankiers, die das Privatpublikum zuweilen zu ungesunden Spekulationen verleiten, zu gehen, sondern direkt vom Staat bei derartigen Emissionen Papiere verlangen kann. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob dieses Verfahren ihm nicht angezeigt und nützlich erscheint.

Sachv. **von Guaita:** Ja, in Frankreich besteht die Einrichtung und hat sich gut bewährt. Sie hat namentlich dazu beigetragen, weniger im Interesse des Publikums, möchte ich sagen, als im Interesse der emittirenden Behörden weit größere Absatzquellen zu schaffen, und in gewissem Grade besteht das ja auch diesseits schon, indem nicht allein die Reichsbank, sondern auch die Steuerbehörden, glaube ich, dies bewirken. Also es ist in gewissem Umfange bereits in Deutschland dafür gesorgt. Ich erkenne das System in Frankreich als ganz gut an. Es ist heilsam namentlich für den Staat, damit er seine Anleihen rasch und gut unterbringen kann. Ich finde aber darin eine Unbilligkeit, daß der Betreffende nur soll kaufen

können und nicht auch gelegentlich es wieder hintragen und verkaufen, und man schafft damit gewissermaßen den Provinzialbankier aus der Welt, der auch leben soll. Wenn Sie ihm das Leben zu sauer machen, so muß er, mehr als er es bisher vielleicht gethan hat, schwindelhafte Papiere vertreiben.

Sachv. **Baer:** Ich schließe mich den Ausführungen des Herrn von Guaita an.

Sachv. **Munk:** Wir haben die Reichsbank und die Seehandlung. Ich bin auch der Meinung, daß es eigentlich nicht nöthig ist, öffentliche Kassen mit derartigen Geschäften zu beauftragen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann kommen wir zu der letzten Frage:

> „Sind die gesetzlichen Voraussetzungen oder Wirkungen eines Firgeschäfts zur Verhütung von Mißbrauch abzuändern, und in welcher Hinsicht?"

Ich möchte mir zur Erläuterung noch ein paar kurze Bemerkungen erlauben. Es ist von einer Seite darauf hingewiesen, daß nur derjenige das Klagerecht auf Zahlung der Differenz haben solle, welcher nachweislich zur Gegenleistung bereit und fähig ist, und daß nach dieser Richtung hin eine Ergänzung der Bestimmungen nöthig sei. Zweitens ist in Frage gekommen, ob man nicht überhaupt die Bestimmung im Artikel 357 des Handelsgesetzbuchs nur maßgebend sein läßt im Verkehr zwischen Kaufleuten, so daß also Nichtkaufleute zwar berechtigt wären, Firgeschäfte abzuschließen, daß aber ihnen gegenüber nicht die in diesem Artikel angegebenen Wirkungen eintreten, also daß der Schaden nicht lediglich durch die Differenz, wie sie sich aus den betreffenden Kursen ergiebt, festgestellt würde, und daß auch nicht diese Exekution zulässig wäre.

Das sind die beiden Anregungen, die in dieser Beziehung gegeben sind. Ich möchte nun Herrn von Wallenberg fragen —

Sachv. **von Wallenberg-Pachaly:** Ich möchte auf diese Frage keine Antwort geben.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Herrn Stadtrath Kämpf, sich zu äußern.

Sachv. **Kämpf:** Ich bin nicht der Ansicht, daß Aenderungen des Artikels 357 des Handelsgesetzbuchs nöthig sind, auch nicht Aenderungen der an der Börse bestehenden Bedingungen bezüglich der Zwangsregulirung. Ich finde, daß sich die Bedingungen vollständig bewahrt haben.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Ich möchte auf eine Frage kommen, die ja auch schon bei früheren Erörterungen hier berührt worden ist, bisher aber ein wenig zu kurz gekommen ist, die Frage nämlich, aus welchen Gründen und in welchem Umfange die bestehenden Geschäftsbedingungen der meisten deutschen Börsen abweichende Vorschriften enthalten gegenüber den Bestimmungen gerade des Artikels 357 und der vorangehenden Artikel des Handelsgesetzbuchs und den allgemeinen Grundsätzen des bürgerlichen Rechtes, die dabei in Betracht kommen.

Es ist zunächst nicht ganz zweifelsfrei, wie man überhaupt alle die hier in Betracht kommenden Bestimmungen der Geschäftsusancen und Geschäftsbedingungen zu verstehen hat. Wenn ich die Bestimmungen recht verstehe — und diese Ansicht wird getheilt von vielen Seiten, auch in der Literatur und auch in der Judikatur, wenigstens von dem vormaligen Reichsoberhandelsgericht — wenn ich die Bestimmungen namentlich der Berliner Geschäftsbedingungen richtig verstehe, so weichen sie in sehr erheblichem Grade ab von dem, was nach allgemeinem Recht im Falle der Nichterfüllung eines Firgeschäfts eintreten würde.

Die Grundsätze des Handelsgesetzbuchs darüber, in Verbindung mit dem bürgerlichen Recht, sind folgende. Wird beim Firgeschäft am Stichtage von dem einen Theil nicht erfüllt, so gelangt der in Verzug. — Nehmen wir an, es ist der Verkäufer, der nicht erfüllt hat. — Er hat nach den Berliner Geschäftsbedingungen in der Weise zu erfüllen, daß er die Papiere am Stichtage auf das Kontor des Käufers bringt. Thut er das nicht, so geräth er in Verzug, und nun hat der Käufer nach dem Handelsgesetzbuch das dreifache Recht: entweder auf Erfüllung zu bestehen oder die Differenz zu verlangen oder von dem Vertrage zurückzutreten, als ob er nicht geschlossen wäre. Verhält es sich umgekehrt, kommt der Verkäufer auf das Komtor des Käufers und bringt die Papiere, der Käufer nimmt aber nicht ab, sei es, weil er kein Geld hat, oder weil er die Papiere nicht annehmen will, so hat der Verkäufer seinerseits die dreifache Wahl: er kann entweder auf Erfüllung bestehen, oder er kann die Papiere sofort verkaufen und die dann sich ergebende Differenz gegenüber dem Vertragsbrüchigen fordern oder er kann auch wieder von dem Vertrag abgehen, als wenn er nicht geschlossen wäre.

Es sind nun in den Geschäftsbedingungen der Berliner Fondsbörse diese Grundsätze in verschiedenen Beziehungen abgeändert, und dasselbe gilt, wie gesagt, im Wesentlichen auch von den Geschäftsbedingungen der anderen Börsen. Zunächst ist beiden Kontrahenten im Falle der Nichterfüllung des Vertrages das Recht genommen, von dem Vertrag zurückzutreten, als ob er nicht geschlossen wäre. Das ist allerdings in den neuesten Geschäftsbedingungen nur stillschweigend geschehen, in den früheren war es ausdrücklich geschehen. Es ist aber meines Erachtens keinem Zweifel unterworfen, daß nach Absicht der Geschäftsbedingungen dieses Recht ausgeschlossen sein soll. Vor allen Dingen ist aber, wenn man die Geschäftsbedingungen so auffaßt, wie ich sie auffasse, vollständig abstrahirt von der Voraussetzung des Verzuges als der Bedingung für das Recht zum Bezuge der Differenz. Nach den Grundsätzen des Handelsgesetzbuches kann der Käufer ein Recht auf die Differenz nur geltend machen, wenn er nachweist, daß der Verkäufer im Verzug gewesen ist, und der Verkäufer kann seinerseits die Ansprüche, die ihm Artikel 355 bis 57 gewähren, nur geltend machen, wenn er seinerseits erfüllt hat oder erfüllen wollte, mit anderen Worten, der Verkäufer würde immer nur dann eine Differenz beanspruchen können, wenn er mit den Papieren zum Käufer gekommen ist und ihm die Lieferung der Papiere angeboten hat. Ist das nicht geschehen, so würde nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen der Verkäufer niemals eines der Rechte geltend machen können, die ihm das Handelsgesetzbuch gewährt. Nach den Geschäftsbedingungen — und darüber möchte ich den Herrn Sachverständigen zunächst fragen — scheint mir das ganz anders zu sein. Hier hat der nicht säumige Theil, aber auch der säumige Theil, das Recht, ohne Weiteres diejenige Differenz zu beanspruchen, die sich nach dem Kurszettel ergiebt. Weder der Einwand, daß die Erfüllung nicht angeboten sei, noch der Einwand, daß der andere Kontrahent zur Erfüllung nicht bereit gewesen sei, zieht hier. Es ist zwar dem nicht säumigen Kontrahenten das Recht gegeben, auf Erfüllung zu bestehen. Thut er das aber nicht, so muß unter allen Umständen die Differenz bezahlt werden. Ob der Theil, der die Differenz fordert, die Papiere hat, resp. das Geld gehabt hat, um zu liefern resp. zu beziehen, und ob er dazu bereit war oder nicht bereit war, das ist nach den Börsenbedingungen, glaube ich, einerlei. So hat auch das Reichsoberhandelsgericht in der bekannten Entscheidung im zwanzigsten Bande die früheren Schlußzettelbedingungen der Berliner Börse aufgefaßt. Diese selben Bedingungen gelten auch jetzt. Sie sind jetzt zwar revidirt, ich glaube aber nicht, daß daran etwas geändert ist. Die Materie ist im § 18 abgehandelt, und wenn auch die Redaktion nicht ganz klar ist, so glaube ich doch, daß es so aufzufassen ist.

Für Frankfurt ist es genau dieselbe Sache. Dort heißt es: „Geschieht die Exekution durch Vermittlung eines beeidigten Maklers, so ist der Schlußzettel, sonst die Durchschnittsnotiz des öffentlichen Börsenkursblattes maßgebend für die Feststellung der Differenz, welche der Säumige zuzüglich Courtage zu zahlen, aber abzüglich Courtage herauszubekommen hat."
Ich glaube, für Breslau ist es ganz ebenso.

(Sachv. von Wallenberg-Pachaln: Ja!)

Ich würde doch den Herrn Sachverständigen Kämpf fragen, ob meine Auffassung, die also mit derjenigen des vormaligen Reichsoberhandelsgerichts übereinstimmt, und die ja in einer Abhandlung vertreten ist, die in den Conradschen Jahrbüchern veröffentlicht worden ist — ob diese Auffassung, was die Berliner Geschäftsbedingungen betrifft, zutreffend ist, und was wohl die Gründe gewesen sind, die eine solche Abweichung von den allgemeinen Grundsätzen für zweckmäßig haben erscheinen lassen.

Sachv. **Kämpf:** Das dritte Recht, welches nach Artikel 355 dem nicht säumigen Kontrahenten gegeben ist, nämlich vom Vertrage zurückzutreten, als wenn das Geschäft nicht geschlossen wäre, ist mit Vorbedacht aus den Bedingungen herausgelassen worden, denn gerade dieses Recht würde den Schein erwecken oder erwecken können, daß es sich lediglich um ein Spiel- oder Wettegeschäft gehandelt hat, und unsere Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fondsbörse sind darauf aufgebaut, daß jedes Geschäft schließlich durch Lieferung oder Abnahme der Stücke erfüllt wird.

Nun weiß ich nicht, was für einen Gegensatz der geehrte Herr Vorredner in den Sätzen des § 18 der Berliner Bedingungen zum Handelsgesetzbuch gefunden hat, denn in dem § 18 ist immer davon die Rede, was zu geschehen hat, wenn einer der beiden Kontrahenten nicht erfüllt. Wenn der eine Kontrahent säumig ist, dann kann der nicht säumige auf Erfüllung bestehen, muß dies aber durch einen eingeschriebenen Brief sofort mittheilen. Will der nicht säumige Kontrahent nicht auf Erfüllung bestehen, dann hat er zwangsweise zu reguliren, und diese zwangsweise Regulirung erfolgt in der Weise, daß am nächsten Tage nach dem Erfüllungstage — hier weichen die Berliner Bedingungen ein wenig vom Handelsgesetzbuch ab; aber das ist wohl ein nebensächlicher Punkt — der Ankauf oder Verkauf der betreffenden Papiere durch einen vereideten Makler erfolgt, oder daß die Differenz festgestellt wird nach dem Kurse dieses dem Erfüllungstage folgenden Börsentages. Da finde ich nichts Wesentliches, was mit den Bestimmungen des Handelsgesetzbuches in Widerspruch stünde.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Ja, die Auffassung, die ich vertrete, liegt darin, daß in § 18 auch dem nicht säumigen Theil indirekt die Verpflichtung zu dieser Art der Zwangsregulirung auferlegt ist. Wenn er nicht von dem Recht Gebrauch macht, auf der Erfüllung zu bestehen, so wählt er damit nach dem § 18 die Zwangsregulirung, und er muß dieselbe, auch ohne daß es einer vorgängigen Anzeige oder der Stellung einer Nachfrist bedarf, am nächsten Tage bewirken.

Worin besteht nun diese Zwangsregulirung? Sie besteht möglicher Weise in einem effektiven Thun, nämlich in der Beauftragung des Maklers mit dem Realisirungskauf. Wenn das aber nicht geschieht, so besteht sie in Wahrheit in gar nichts Anderem, als in der Eruirung der Differenz, die sich aus dem Börsenkursblatt ergiebt. Das ist die zweite Art, in der die Zwangsregulirung vorgenommen werden kann.

Wählt nun der nicht säumige Kontrahent nach diesen Geschäftsbedingungen nicht die Erfüllung, was einer besonderen Erklärung seinerseits bedarf, so erfolgt die Zwangsregulirung, und wenn weiter gar nichts von Seiten des nicht säumigen

Kontrahenten geschieht, um diese Zwangsregulirung herbeizuführen, so gilt sie eben als durch bloße Differenzberechnung bewirkt. Das das in der That der Sinn ist, ergiebt sich, glaube ich, namentlich mit großer Deutlichkeit aus dem Wortlaut der früheren Schlußscheinbedingungen, worin das ganz ausdrücklich gesagt worden ist. Daß das Prinzip vollständig hat geändert werden sollen, ist doch wohl kaum wahrscheinlich. In dem Urtheil des Reichsoberhandelsgerichts im zwanzigsten Bande ist der Wortlaut der früheren, 1875 in Kraft getretenen Schlußscheinbedingungen aufgeführt, und darin hieß es, materiell in wesentlicher Uebereinstimmung mit den jetzigen Bedingungen, unter stillschweigender Ausschließung des Rechts zum Rücktritt vom Vertrage:

> „Wird von dem Recht zu a und b kein Gebrauch gemacht"

— das heißt von dem Recht, auf Erfüllung zu bestehen oder von dem Recht, die Zwangsregulirung durch Ankauf oder Verkauf mittels Maklers zu bewirken —

> „so wird der in der Vorschrift der §§ 8 und 9 festgesetzte Durchschnittspreis des betreffenden Börsentages für beide Theile als Abwicklungspreis diktirt, derart, daß die gegen den Vertragspreis sich ergebende Differenz dem einen oder anderen Theile (auch dem säumigen) sofort zu vergüten ist."

Daß jetzt bei der allerdings etwas undeutlicheren Fassung der Geschäftsbedingungen der Sinn ein ganz anderer sein soll, daß in der That nur derjenige die Differenz soll beanspruchen können, der wirklich zur Abnahme der Lieferung bereit ist oder der die Lieferung angeboten hat, ist mir wenig wahrscheinlich, zumal wenn man die Bedingungen aller anderen Börsen vergleicht, die zum Theil mit der wünschenswerthesten Deutlichkeit den Grundsatz an die Spitze stellen, Frankfurt ganz besonders, wahrscheinlich auch Hamburg. Es ist förmlich ein gemeinsamer Grundsatz, glaube ich, fast aller unserer Börsenordnungen.

Nun ist ja gewiß nicht zu leugnen, daß durch solche Bestimmungen der ganze Vertrag sehr wesentlich von seiner reellen Grundlage, von dem Gegenstande des Kaufs und Verkaufs, von dem Effekt losgelöst wird. Nicht in dem Sinne, wie man das für das reine Differenzgeschäft annimmt, daß die Erfüllung einfach ausgeschlossen würde; im Gegentheil, es ist ja überall dem nichtsäumigen Kontrahenten das Recht gewährt, auf Erfüllung zu bestehen; wenn das aber nicht geschieht, dann tritt allerdings, wie ich glaube, eine Regulirung ein, die vollständig absieht von der Bereitschaft zur Erfüllung, von der Existenz der Stücke in der Hand des Verkäufers, von der Existenz des Geldes in der Hand des Käufers. Alle die Einreden fallen weg, die sonst erhoben werden können, wenn z. B. der Verkäufer, der gar nicht angeboten hat, Ansprüche aus dem Vertrage machen würde; die Einrede, du hast mir ja gar nicht geliefert, du hast mir ja gar nicht angeboten. Auch die Einrede des Verkäufers, den der Käufer in Anspruch nimmt, die dahin gehen konnte: du kannst aus dem Verzug keinen Anspruch machen, denn du warst nicht in der Lage, die Papiere abzunehmen, auch wenn ich sie gebracht hätte. Auch diese Einrede fällt weg. Es wird einfach durch die Differenzberechnung regulirt.

Nun sagt der Herr Sachverständige: das Recht, vom Vertrage zurückzutreten, ist wesentlich deswegen in den Bedingungen ausgeschlossen, damit nicht das Geschäft den Charakter des Spieles nach den zu Grunde liegenden Usancen erhalte. Das scheint mir doch etwas zweifelhaft. Es ist ganz evident, daß das Prinzip, auf dem meines Erachtens die verschiedenen Börsenusancen beruhen, ohne Weiteres beseitigt und durchlochert würde, wenn man dem nichtsäumigen Kontrahenten das Rücktrittsrecht einräumen würde. Dann würde natürlich der säumige Theil niemals Anspruch auf Differenz geltend machen können, denn der andere Kontrahent würde sofort erklären, sofern der Säumige nicht geliefert hat, ich trete zurück, und der würde dann das Nachsehen haben. Eben aber, um, wie ich glaube, auch dem

säumigen Theil dieses Recht zu sichern, deswegen mußte dem nichtsäumigen Theil das Recht, vom Vertrage zurückzutreten, genommen werden, und die Entziehung dieses Rechts hat den Erfolg, daß auch der säumige Verkäufer, der nicht die Waare gehabt hat, und der säumige Käufer, der nicht das Geld gehabt hat, doch in die Lage kommt, die Differenz, die sich aus dem Kurs ergiebt, im Wege der Zwangsregulirung einzuziehen.

Ich will nicht darauf eingehen, ob nicht diese Usancen aus verschiedenen Gründen sich rechtfertigen lassen, ob man berechtigt ist, anzunehmen, daß in der That hier und da die Absicht obgewaltet hat, durch diese Usancen das Differenzgeschäft noch mehr dem Wesen des Spiels anzunähern. Das will ich gar nicht damit gesagt haben. Ich möchte nur eine Aeußerung des Herrn Sachverständigen darüber hören, ob meine Auffassung der Bedingungen die richtige ist, und weshalb man von den Grundsätzen des bürgerlichen Rechts abgegangen ist.

Sachv. **Kämpf:** Meine Herren, die Bedingungen für die Geschäfte an der Berliner Fondsbörse sind allerdings nicht von theoretischem Standpunkt aus gemacht, sondern so, wie der Verkehr sie uns an die Hand gegeben hat. Und nun wickelt sich das Zeitgeschäft an der Berliner Börse in folgender Weise ab. Es muß jeder Verkäufer schließlich die Waare, die er verkauft hat, an den Käufer abliefern beziehungsweise sie ihm andieten. Hat Jemand einen bestimmten Posten Effekten zum Kurse von 160 per Ultimo Juni verkauft, so muß er diese Effekten entweder selbst oder durch einen Dritten, z. B. durch Vermittelung des Liquidationsvereins, dem Käufer am Ultimo in seinem Kontor präsentiren. Nimmt der Käufer die Stücke nicht ab, so gehen sie an den Verkäufer zurück, und am folgenden Tage hat nach den Bedingungen der Verkäufer nicht nur das Recht, sondern auch die Pflicht, die Sache zu erledigen, diese Werthpapiere zu verkaufen und dadurch die Differenz festzustellen, oder die Werthpapiere zu behalten und die Differenz durch den Börsenkurs zu eruiren. Umgekehrt, wenn einem Käufer die Papiere, die er gekauft hat, am Ultimo nicht geliefert werden, wenn also der Verkäufer säumig ist, dann hat der Käufer die Pflicht, am folgenden Tage die Papiere einzukaufen und auf diese Weise die Differenz festzustellen oder die Differenz nur nach dem Börsenkurse festzustellen und dann im Besitz der Papiere zu bleiben; er kann sie dann ja anderweitig verkaufen.

Das ist der natürliche Gang, wie er sich entwickelt hat, und wie er in unseren Bedingungen meiner Ansicht nach ganz haarscharf dargestellt ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Herr Geheimrath Hoffmann meinte — und das ist ja ganz zutreffend —, daß ein effektives Geschäft als Unterlage da sein muß, seitens des Verkäufers, daß er Stücke bringt, seitens des Käufers, daß er bezahlen kann, und also eine Differenzforderung nicht geltend gemacht werden kann von Jemand, der zur Erfüllung der Verpflichtung überhaupt Stücke nicht andietet, und ebenso wenig von Jemand, dem sie angeboten werden, und der sie nicht nehmen will. Die Differenz ist doch nach allen Rechtsgrundsätzen Interesseersatz wegen Nichterfüllung, Schadensersatz dafür, daß ich, obwohl ich bereit war zu nehmen, nicht bekommen habe. Nun fragt sich, warum denn nach den Bedingungen in § 18 — ich will jetzt bloß einmal den Fall annehmen, auf dem Engagement ruht Gewinn zu Gunsten des Käufers — obwohl der Verkäufer dem Käufer liefert, der Käufer aber nicht abnimmt, doch der Käufer den auf dem Engagement ruhenden Gewinn erhält, sofern sich nicht der Verkäufer nach der Richtung zu festlegt, daß er sagt: ich beanspruche reelle Erfüllung, was ja nur die Konsequenz hat, daß, wenn es zum Prozeß käme, er dauernd in der Lage sein müßte, die Stücke anzubieten. Warum ist der natürliche Gedanke verlassen, zu sagen: wenn der Käufer überhaupt die Effekten anzunehmen sich weigert,

dann kann er natürlich keinen Schaden fordern, dann kann auch keine Differenz von ihm berechnet werden?

Die Sache ist nach der anderen Richtung gerade so. Der Verkäufer, der keine Effekten hat, bietet nicht an, obwohl das Engagement zu seinen Gunsten Differenz bietet, und er nach den gesetzlichen Bedingungen, um diese Differenz für sich verlangen zu können, anbieten müßte. Denn wenn er seine Vorleistung nicht bringt, kann für ihn kein Schaden aus der Nichtannahme seitens des Käufers entstanden sein. Trotzdem ist die Konsequenz, daß der Käufer, abgesehen von derselben Eventualität, daß er auf dem Verlangen der Effektivlieferung besteht, obwohl ihm keine Waare angeboten, doch dem Verkäufer, wenn das Engagement für ihn Gewinn bringt, den Gewinn auszahlen muß. Man konnte ja sagen: Im Allgemeinen werden die Geschäfte an der Berliner Börse im Wege der Skontration durch den Liquidationsverein erledigt, es könne sich also für Anwendung des § 18 nur um vereinzelte Geschäfte handeln. Aber es ist uns ja hier gesagt worden, daß in der Regel für das Kommissionsverhältniß die Berliner Bedingungen schlußscheinmäßig als maßgebend erklärt werden. Für den auswärtigen Kommittenten tritt aber, weil er nicht Mitglied des Liquidationsvereins ist, diese Skontration durch den Liquidationsverein nicht ein, sondern da kommen die betreffenden Bedingungen in ihrer ganzen Kraft zur Anwendung, und es ist eben die Frage, warum es dann nöthig ist, in dieser Weise das Geschäft von seiner reellen Grundlage zu lösen.

Ganz klar ist die Sache ja nicht. Man muß sie zusammen mit dem § 14 beim Kassageschäft betrachten. Da ist der Rücktritt vorbehalten, aber andererseits wieder nicht das Recht, auf Erfüllung zu bestehen. Hier ist der Rücktritt weggelassen, aber das Recht, auf Erfüllung zu bestehen, ist da. Im § 14 heißt es: Hat der säumige Kontrahent erklärt, nicht erfüllen zu können oder nicht erfüllen zu wollen, so ist der nicht säumige Kontrahent berechtigt und verpflichtet, sofort zur Zwangsregulirung zu schreiten. Das betrifft das Kassageschäft. Dies „verpflichtet“ findet sich in § 18 freilich nicht. Aber im Uebrigen ist die Terminologie doch insofern ganz bewußt dieselbe, indem gesagt wird: es ist die Differenz demjenigen Theile, zu dessen Gunsten sie sich herausstellt, zu vergüten, während vom säumigen Theil nur bei der Pflicht, die Auslage des Regulirungsgeschäfts zu erstatten, die Rede ist.

Also ich meine, das scheint nach Ihrer eigenen Erklärung wohl richtig zu sein. Gedacht ist die Sache so: jeder, zu dessen Gunsten Differenz ist, bekommt, gleichviel ob er erfüllungsbereit ist oder nicht, die zu seinen Gunsten entfallende Differenz mit Ausnahme des Falles, daß der Andere auf der Erfüllung bestehen bleibt.

Sachv. **Kämpf:** Wenn das Papier am Erfüllungstage einen höheren Kurs hat, als den Vertragskurs, so ist der Käufer immer in der Lage zu erfüllen. Denn in diesem Falle findet er immer Jemand, der für ihn eintritt, der das Papier für ihn verkauft und den Nutzen an ihn herauszahlt. Daß in diesem Falle der Käufer das Odium auf sich nehmen sollte, sich als säumigen Kontrahenten bezeichnen zu lassen, halte ich für ausgeschlossen. Denn, wie gesagt: ist das Papier um 10 Prozent zu Gunsten des Käufers im Kurse gestiegen, dann findet der Käufer immer Jemand, der das Geld für ihn auslegt, die Papiere einstweilen an sich nimmt, also an die Stelle des ursprünglichen Käufers tritt, und dann hat der Käufer die Möglichkeit, das Papier anderweitig verkaufen zu lassen und auf diese Weise die 10 Prozent zu bekommen. Er würde in diesem Falle auch direkt zu dem ursprünglichen Verkäufer sagen können: verkaufe du das Papier und zahle mir die 10 Prozent heraus.

Stellvertr. Vorsitzender: Liegt doch nicht die Sache insofern etwas anders, als nach den Grundsätzen des allgemeinen Rechtes ein Verkäufer, der selbst nicht erfüllen kann,

auch selbst dann, wenn zu seinen Gunsten die Preise sich gestaltet haben, die Erfüllung also die Zahlung der Differenz nicht würde verlangen können? Wenn der Verkäufer die Aufforderung an den Käufer richten wollte, für seine Rechnung anderweit zum billigeren Preise zu kaufen, so würde der nach den Grundsätzen des allgemeinen Rechtes sagen können: fällt mir gar nicht ein, du hast die Waare nicht, du bist verpflichtet, sie zu liefern, du kannst das nicht, und in Folge dessen kannst von mir nicht Erfüllung fordern.

Es ist in den weitaus meisten Fällen doch wohl nicht so leicht, namentlich nicht für den Privatmann, selbst wenn die Chancen für ihn günstig liegen, sich irgend eine andere Persönlichkeit zu suchen, die für ihn erfüllt, und es würde doch die Spekulation, namentlich des Privatpublikums, außerordentlich einschränken, wenn, entsprechend den Grundsätzen des allgemeinen Rechtes, bloß derjenige die Leistung verlangen könnte, der sich seinerseits in der Lage befindet, zu erfüllen. Jetzt verkaufen Privatpersonen, Gutsbesitzer u. s. w. an der Börse 100 000 Zentner Getreide, weil sie sagen: fällt der Kurs, so bekommst du die Differenz. Wenn die Leute sich aber sagen müßten: du kannst die Differenz nur einheimsen, wenn du selbst dich in der Lage befindest, Ende April die ganzen 100 000 Zentner zu liefern, so würde es, glaube ich, kaum Einem einfallen, wenigstens aus diesen Kreisen, sich einer derartigen Spekulation hinzugeben. Es fragt sich also doch, ob nicht gerade darin ein Mittel gefunden werden kann, das Privatpublikum von der Börsenspekulation fern zu halten, wenn gesagt wird: entsprechend den Grundsätzen des allgemeinen Rechtes darf nur derjenige Erfüllung verlangen und die Differenz einheimsen, der seinerseits sich in der Lage befindet und bereit ist, zu erfüllen.

Daß der Geschäftsmann, der Bankier, sich, wenn die Kursentwickelung ihm günstig ist, leicht Geld verschaffen kann, ist ja möglich. Aber beim Privatmann liegt doch die Sache anders. Der Verkäufer ist nicht früher verpflichtet, die Stücke aus der Hand zu geben, als Zug um Zug, und ob nun der Privatmann einen Mann findet, der ihm Kredit gewährt, ohne daß er ihm genügende Sicherheit zu geben vermag, ist doch fraglich. Es tritt also immerhin ein gewisser Zeitraum ein — mag derselbe auch noch so kurz sein —, wo der betreffende Privatmann Kredit von einem anderen in Anspruch nimmt, ohne ihm genügende Sicherheit geben zu können, und es würde doch gerade die Geschäfte des Privatpublikums, soweit ich die Sache übersehe, außerordentlich einschränken, wenn die Grundsätze des allgemeinen Rechts auch für den Börsenverkehr aufrecht erhalten blieben und bestimmt würde: nur derjenige darf die Differenz in Anspruch nehmen, der seinerseits sich in der Lage befindet, zu erfüllen. Bei Waaren ist es ja leichter, weil — darin hat Herr Sachverständiger Kämpf Recht — die Waare stets durch die Kündigungsscheine zur Verfügung gestellt wird. Für das Zeitgeschäft in Effekten ist es aber viel schwieriger, und ich glaube, in den seltensten Fällen wird der Kontrahent namentlich aus dem Privatpublikum sich in der Lage befinden, über die Mittel zu verfügen, die nöthig sind, um das ganze Engagement zu lösen. Er würde in Folge dessen nach den Grundsätzen des allgemeinen Rechts keinen Anspruch auf Differenz haben.

Sachv. **Kämpf:** Ich glaube — wenn ich antworten darf —, daß sich die Sachen in der Praxis anders abwickeln. Wenn das auf Zeit gekaufte Papier im Kurse gestiegen ist, so findet der Käufer, auch wenn er Privatmann ist, jederzeit einen Dritten, welcher das Geschäft, auf welchem ja Nutzen liegt, für ihn abwickelt. Der Käufer hat dann nur seinen ursprünglichen Gegenkontrahenten zu beauftragen, die auf Zeit gekauften Stücke am Erfüllungstage an den Dritten, und zwar zu dem ursprünglichen Vertragspreise, zu liefern. Dann hat der Käufer ein neues Engagement mit jenem Dritten, seinen nunmehrigen

Gegenkontrahenten. Bei dieser Abwicklung ist gar keine Schwierigkeit, da findet auch nicht eine Sekunde eine Kreditgewährung für den Werth der betreffenden Papiere statt. Der Bankier wird sich ja überlegen, ob er, wenn nicht ein ihm genügender Einschuß gegeben wird, dieses Geschäft mit dem Privatmann weiter machen soll oder nicht. Aber ich wiederhole, selbst für den Fall, daß der betreffende Privatmann Niemand findet, der das Geschäft für ihn abwickelt, so findet er jedenfalls seinen ursprünglichen Verkäufer bereit, das Engagement zu lösen, gutwillig zu verkaufen und gutwillig die Differenz zu zahlen, die er ihm auch gezwungen zahlen müßte. Deshalb kommen aber derartige gezwungene Realisationen, wie sie hier angeführt wurden, überhaupt nicht vor. Es finden keine Zwangsregulirungen gegen den Käufer statt, wenn auf dem Geschäfte für letzteren ein Nutzen liegt.

Stellvertr. Vorsitzender: Nach den Grundsätzen der Börse, aber nicht nach den Grundsätzen des allgemeinen Rechts. Nach den Grundsätzen des allgemeinen Rechts würde der Verkäufer nur die Differenz bekommen können, wenn er seinerseits über die Effekten verfügt, und ich glaube, wenn der Käufer weiß, daß dieses nicht der Fall ist, würde er gar nicht geneigt sein, auf ein derartiges Arrangement einzugehen, weil er sicher ist, daß er aus seinem ganzen Verlust herauskommt, weil der Andere nicht liefern kann, und wenn Sie sagen, es fände sich ein Bankier, der die Sache arrangirt, so will ich ja dem auch im Allgemeinen nicht entgegentreten. Aber wenn die allgemeinen Grundsätze festgehalten werden, so muß in jedem einzelnen konkreten Fall der Privatmann, der Spekulant sich auch dann, wenn die Chancen günstig für ihn liegen, irgend einen suchen, der für ihn eintritt, und das ist doch eine Sache, die eine gewisse Zeit beansprucht und auch nicht immer einen sicheren Erfolg gewährleistet. Sie sagten schon selbst: ob der Bankier das ohne erheblichen Einschuß thäte, wäre fraglich. Also er wird es doch nicht in jedem Falle thun, den Weizen für den Privatmann zu übernehmen; selbst wenn der Weizen wirklich jetzt 5 oder 3 Mark gestiegen ist, denn er hat ja keine Garantie, daß nicht morgen oder übermorgen, oder wenn er den Weizen verkaufen will und der Stichtag vorüber ist, der Weizen 5 Mark niedriger steht.

Also die Festhaltung der Grundsätze des allgemeinen Rechts würde die Spekulation außerordentlich erschweren, und es scheint auch, als ob diese allgemeinen Rechtsgrundsätze absichtlich durch die Börsenordnungen abgeändert sind, um das Geschäft zu erleichtern und die Abwicklung zu ermöglichen, und da wirft sich doch von selbst die Frage auf, welche Interessen verletzt werden, wenn das, was dem allgemeinem Recht entspricht, auch für den Verkehr an der Börse die Rechtsgrundlage bildet.

(Herr Präsident Dr. Koch übernimmt wieder den Vorsitz.)

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Sache hat freilich zwei Seiten. Es ist leicht möglich, daß Jemand gerade in der Absicht, eine auf dem Engagement zu seinen Lasten ruhende Differenz abzuschütteln, die Effektivlieferung anbietet, in der Erwartung, der Gegner werde in Verlegenheit sein, wenn er sie abnehmen solle. Es hat solche Fälle gegeben, wo für jeden Kontrahenten nach seinen Verhältnissen es schwierig oder unmöglich gewesen wäre, das Verschlossene anzubieten, beziehungsweise zu bezahlen. Es kommt mir vor, als wenn die hieraus erwachsenen Schikanen den Grund der Bestimmung bilden. Es soll auf solche hin Niemand den auf dem Engagement für ihn ruhenden Differenzgewinn verlieren. Immerhin läßt sich der § 18 für die Auffassung verwerthen, daß man beim Terminhandel auch seitens der Börse auf effektive Erfüllung gar keinen Werth legt.

Sachv. **Kämpf:** Dieser letzten Schlußfolgerung kann ich keineswegs folgen. Es geschieht an der Börse ja nichts Anderes,

als daß jedes Geschäft effektiv erfüllt wird. Es kommt nichts Anderes vor, und der Gedanke, der hier aufgeworfen wird, und der mir allerdings zum ersten Mal entgegentritt, würde meiner Meinung nach, wenn wir nicht unsere Bestimmungen an der Börse hätten, dem bösen Willen Thür und Thor öffnen.

Nehmen wir an, wie Herr Geheimrath Gamp gesagt hat: es wird dem Käufer, wenngleich das Papier gestiegen ist, schwer, sich das Geld zu verschaffen. Dann wird, wenn das Rücktrittsrecht bestehen bleibt, der böswillige Verkäufer sich herauszuziehen suchen. Das ist durch unsere Bedingungen ausgeschlossen; eine Böswilligkeit des Bankiers ist nach unseren Bedingungen für diese Geschäfte absolut nicht möglich. Er muß seinen Vertrag erfüllen; er muß seine Differenz an den Käufer zahlen, selbst wenn dieser das Engagement nicht erfüllen könnte. Ich bestreite übrigens, daß das bisher in irgend einem Falle bei Werthpapieren vorgekommen ist, daß sich der Käufer, wenn das Papier gestiegen ist, nicht in der Lage befunden hätte, entweder selbst oder durch einen Dritten das Engagement zu erledigen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es kann ja vorkommen, daß er sich in der Lage befindet, aber wir haben hier eine Berechnung von einem Kommis in der Provinz, der ostpreußische Südbahn und andere Spekulationsobjekte im Betrage von monatlich 200-, 300-, 400-, 500 000 und selbst für 1 bis 2 Millionen Mark Papiere gekauft und verkauft hat, und solche Fälle kommen doch hundertfach und tausendfach vor, und wenn nun die Spekulation günstig für den Mann ausgeschlagen ist und ihm telegraphirt oder gesagt wird: die ostpreußischen Südbahn stehen zu deiner Verfügung, du hast $1^1/_2$ Millionen zu zahlen, dann wäre doch nicht die Rede davon, daß er diese bezahlen könnte. Er müßte zu dem Bankier gehen und sagen: die ostpreußischen Südbahn stehen $^1/_2$ oder 1 Prozent günstiger, willst du mir nicht Geld vorschießen. Wahrscheinlich würde der Bankier ihn auslachen, denn er hat keine Garantie dafür, daß, wenn heute auch auf dem Geschäft ein Gewinn von $^1/_2$ Prozent liegt, er es morgen zu diesem höheren Kurse realisiren kann; er würde auch wahrscheinlich in vielen Fällen außerordentlich hineinfallen. Mir liegt daran, zu konstatiren, daß die Grundsätze des Börsenrechts von den Grundsätzen des allgemeinen Rechts abweichen. Für den allgemeinen Rechtsverkehr gilt der Grundsatz: wenn ich ein Pferd gekauft habe und von dem Verkäufer die Erfüllung des Vertrages verlange, mich aber nicht in der Lage befände, das Pferd zu bezahlen, und dieses festgestellt wird, so kann ich auch den Verkäufer nicht auf Erfüllung in Anspruch nehmen.

Also ich glaube, daß der Herr Sachverständige nach dieser Diskussion der Auffassung wird beitreten müssen, daß hier ein bewußtes Abweichen von den Grundsätzen des allgemeinen Rechts stattgefunden hat, allerdings aus Gesichtspunkten, die Sie (zum Sachverständigen) ja für berechtigt erachten.

Vorsitzender: Ich habe an der früheren Diskussion nicht Theil genommen. Sie sprechen über das Wesen des Lieferungsgeschäfts, das also unter Umständen an Stelle der effektiven Lieferung die Zahlung der Differenz tritt?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ueber die Leitische Schrift.

Vorsitzender: Betreffend die Differenzklausel?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ja und zwar in dem Sinne, daß nach den Grundsätzen des allgemeinen Rechts nur derjenige Erfüllung verlangen kann, der seinerseits zu erfüllen bereit und in der Lage ist, während nach der Börsenordnung das nicht nöthig ist. Es kann also auch Jemand die Differenz bekommen und bekommt sie toto die,

der keinen Pfennig Mittel hat, also sich gar nicht in der Lage befunden hat, die Stücke abzunehmen.

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Wollen Sie darauf zunächst antworten?

Sachv. **Kämpf:** Ich kann nur wiederholen: Diese Fälle sind mir nicht bekannt. Im Börsenverkehr zu Berlin ist es nicht vorgekommen, daß irgend ein Käufer, dessen Papiere gestiegen sind, nicht in der Lage gewesen wäre, die Papiere selbst abzunehmen oder durch Dritte abnehmen zu lassen. Unsere Bedingungen gehen von dem Grundsatze aus, daß der etwaige Nutzen, der auf einem Geschäft liegt, demjenigen zu Gute kommt, dem er gebührt, und nicht demjenigen, der darauf gar kein Anrecht hat, daß also nicht der Verkäufer, der zu niedrigem Kurse verkauft hat, nun, nachdem die Papiere gestiegen, den Nutzen bekommen soll, der ja doch dem Käufer gehört, der das Geschäft mit ihm gemacht hat. Das, meine ich, ist vom geschäftlichen Standpunkt aus ein richtiger Grundsatz, und da unsere Bedingungen sich darauf stützen, thun sie das Richtige.

Vorsitzender: Den Einwand wollen Sie also nicht zu lassen, daß der Kommittent nicht im Stande gewesen wäre, die abzunehmende Waare zu bezahlen?

Sachv. **Kämpf:** Herr Präsident, wenn der Kurs gestiegen ist, ist der Käufer immer in der Lage abzunehmen, wenn nicht selbst, so durch einen Dritten.

Vorsitzender: Er würde in der Lage sein, sich dies zu beschaffen.

Dr. Jürgens: Ich möchte noch eine Frage an den Herrn Sachverständigen richten.

Die Frage des Herrn Geheimrath Hoffmann ist nach meiner Auffassung noch nicht genügend beantwortet, nämlich die Frage nach den Gründen, weshalb das Rücktrittsrecht durch die Bestimmungen des § 18 der Berliner Bedingungen ausgeschlossen ist, und zwar, wie Herr Präsident Wiener bereits hervorhob, für das Zeitgeschäft, während für das Kassageschäft die Sache anders liegt.

Ich möchte fragen, ob nicht einer der Gründe der ist, daß die Zahlungseinstellung — und dieser Fall kommt beim Ultimogeschäft wesentlich in Betracht — mit dem Erfüllungstage derart zusammenfällt, daß der Betreffende, also hier in diesem Falle der Säumige, der seine Zahlungen einstellt, durch den Nichtsäumigen mittelst Anbietung der Erfüllung, sei es Andienung der Stücke, sei es der Zahlung, nicht in Verzug gesetzt werden kann, weil der Insolvent in solchem Falle nicht gleich einen Ersatzmann hat; und ob da nicht der Grund für diese Bestimmung derjenige gewesen ist, daß nicht gewünscht wird, daß der Nichtsäumige aus der Nichterfüllung, d. h. aus der Zahlungseinstellung des Säumigen, lukriren soll, und daß auf diese Weise die Schädigung der Gläubiger des Säumigen, der in diesem Falle nicht hat erfüllen können, verhindert werden sollte. Soweit ich in der Sache unterrichtet bin, glaube ich, daß das ein ganz wesentlicher Gesichtspunkt für die Aufnahme dieser Bestimmungen gewesen ist, die ähnlich ja in den Frankfurter und Hamburger Usancen enthalten sind und zwar sowohl für das Termin wie auch für das Kassageschäft. Es ist, wie ich wohl auch im Sinne des Herrn Stadtrath Kämpf sagen möchte, eine an sich berechtigte Forderung, daß der Nichtsäumige daraus, daß der Säumige nicht erfüllen kann, nicht lukriren und dadurch die Gläubiger der Konkursmasse des Säumigen in Nachtheil setzen soll.

Senatspräsident **Dr. Wiener:** Ungefähr in den Jahren 1872 bis 1874 gab es hier einen Getreidespekulanten Borchard, der auf Ultimo so hohe Engagements in Getreide eingegangen war, daß einerseits er wie andererseits seine Gegenkontrahenten

sich zur Fälligkeitszeit durch das Erfordern einerseits des Effektivangebots, andererseits des Vorhandenseins bereiter Zahlungsmittel für die Abnahme aus ihren Positionen herauszuziehen suchten.

Ich möchte fragen, ob nicht die Berliner Bestimmung mit dieser Sache zusammenhängt, ob nicht in Folge derselben etwa die Festsetzung in § 18 stattgefunden hat. Ich glaube, es würde nicht ganz unzweckmäßig sein, wenn wir über die historische Entwicklung dieses Zustandes einmal von den Aeltesten eine Auskunft erhielten.

Vorsitzender: Dem steht ja nichts entgegen. Wir wollen versuchen, das zu ermitteln. Es ist schade, daß Herr Geheimrath Frentzel nicht hier ist. Der würde uns darüber wohl sofort Auskunft geben können.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich glaube auch Herr Syndikus Beisert.

Vorsitzender: Herr Beisert wird ja auch vernommen werden.

Aus den Ausführungen des Herrn Dr. Jürgens konnte ich keinen rechten Unterschied zwischen Kassa- und Differenzgeschäften entnehmen. Weswegen hat man es nicht beim Kassageschäft ausgeschlossen, sondern, soviel ich weiß, nur beim Termingeschäft.

Sachv. **Kämpf:** Ich kann meinen Ausführungen nichts hinzusetzen. Es hat sich an der Börse absolut nicht das Bedürfniß herausgestellt, das Rücktrittsrecht aufrecht zu erhalten. Im Gegentheil, wenn ich mir das Rücktrittsrecht vorbehalte, so ist das als die Grundlage eines Geschäfts zu betrachten, bei dem von vornherein nicht auf Erfüllung gerechnet wurde.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Das ist doch ein zweifelhafter Satz, denn man müßte ja dann dem Handelsgesetzbuch den Vorwurf machen, daß in seinen Bestimmungen überhaupt von dem Gedanken ausgegangen werde, daß es sich dabei um Kaufgeschäfte handelt, bei denen auf wirkliche Erfüllung nicht gezählt wird. Das ist ja eine allgemeine Rechtsauffassung, daß der Verkäufer als nichtsäumiger Theil im Falle des Verzugs des anderen Theils vom Verkauf zurücktreten kann. Daß das bei Börsengeschäften ausgeschlossen ist, dafür kann ich bis jetzt keinen anderen Grund wahrnehmen, als den meines Erachtens ganz auf der Hand liegenden, daß, wenn man überhaupt dem säumigen Theil das Recht geben will, die Differenz zu verlangen, man dem nichtsäumigen Theil nicht das Recht zum Rücktritt geben kann. Denn dann ist immer das Recht des Säumigen elidirt, weil dann der Andere von seinem Rücktrittsrecht Gebrauch machen würde. Will man das Eine, kann man das Andere nicht. Das ist der einfache Grund.

Vorsitzender: Wir können jedenfalls bei der späteren Vernehmung, z. B. des Herrn Syndikus Beisert, darauf zurückkommen.

Wünscht noch Jemand an Herrn Sachverständigen Kämpf in Bezug auf Punkt 23 eine Frage zu richten? Das scheint nicht der Fall zu sein.

Dann bitte ich Herrn Geheimrath von Wilmowski um seine Aeußerung.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich habe die Abhandlung von Herrn Dr. Leist auch gelesen. Ich muß gestehen, daß sie mich für die praktische Anwendung nicht überzeugt hat. Ich bin der Meinung, daß die Erklärung des Herrn Dr. Leist eine theoretische und unrichtige ist. Herr Dr. Leist verlangt in seinem Aufsatz, der Börsenspieler müsse nach Artikel 357 im Stande sein, das nöthige Geld oder die nöthige Waare zu haben, und Abreden, welche dem Theile, welcher den Andern nicht in Verzug gesetzt hat, das Recht auf Differenz aus Ar-

tikel 357 geben, sollen nichtig sein. Nun ist das nicht zweifelhaft, daß man einen Verzug nur in der Weise annehmen kann, daß z. B. beim Verkauf die Waare reell offerirt werden muß, beim Kauf das Geld reell offerirt werden muß. Für die Folgen kommt es aber sehr darauf an, wie die Verabredung über die Effektuirung des Geschäfts geschlossen ist.

Ist das Geschaft geschlossen mit der Bedingung, daß der Verkäufer die zu verkaufenden Papiere dem Anderen ins Haus schickt -- soviel ich weiß, muß eine solche Lieferung ja nach Börsenusance geschehen, aber ganz abgesehen davon, was hier an der Börse üblich ist —, soll also die Lieferung geschehen in das Haus des Abnehmers und soll der Abnehmer dort das Geld zahlen, ist also dort der Erfüllungsort im engeren Sinne, dann gelangt der Verkäufer in Verzug, wenn er nicht an dem Orte liefert. Die Voraussetzung des Verzugs für Artikel 357 ist also dann vorhanden, und der Nichtsäumige, dem er es nicht schickte, braucht also auch dann kein Geld weiter zu präsentiren. Denn wo soll er es präsentiren? Er könnte es ja nur in seinem eigenen Bureau praesentiren. Die Folge davon ist also, daß in einem solchen Falle, wenn der Verkäufer seinerseits nicht geliefert hat, er der Säumige ist, und daß der Nichtsäumige nicht weiter Geld zu präsentiren braucht, sondern er verlangt seine Differenz. Das ist ganz in der Ordnung. So spielt sich praktisch aber auch meistens die Sache ab.

Wenn Jemand kauft, dann muß er natürlich das Geld haben, wenn er den Anderen in Verzug setzen will, aber zu präsentiren und vorzuzeigen braucht er es zunächst nicht, wenn der Kauf so abgeschlossen ist, daß ihm in seinem Hause, in seinem Komtor zu liefern ist. Dann braucht er kein Geld zu präsentiren. Der Andere wird säumig, wenn er eben nicht schickt. Die Sache ist also die, daß er auch in den Fällen die Differenz liquidiren kann.

Will der Verkaufer den Käufer in Verzug setzen, so muß er bei solchen Bedingungen die Waare dem Käufer präsentiren; das wird aber, wenn der Kurs für den Verkaufer günstig ist, auch dem Privatmann mit Hilfe eines Bankiers nicht schwer werden.

Die Voraussetzungen des Verzuges sind in solchen Fällen vorhanden, ohne Rücksicht darauf, ob die Börsenbedingungen in dieser Hinsicht einen ausdrücklichen Vorbehalt machen oder ihn nicht machen. Ich bin der Meinung, daß insofern also die Folgerung des Dr. Leist nicht ganz zutreffend ist. Die Voraussetzungen des Verzuges können vollständig vorhanden sein. Man müßte denn so weit gehen, daß der Artikel 357 eine Ausdehnung erfährt, daß man geradezu verlangen könnte oder müßte, Jeder, der die Differenz fordern will, muß vorher, ehe er sie fordert, entweder an der Börse oder im Komtor des Gegners oder an irgend einem anderen Orte nachweisen, daß er die Papiere hat, nachweisen, daß er die Waare hat, nachweisen, daß er das Geld hat.

Vorsitzender: Würde das nicht gegen die Regeln des Firgeschäftes verstoßen? Der Gedanke des Firgeschäftes ist doch der, daß es so wesentlich auf den Endtermin ankommt, daß unter Umständen die reelle Leistung werthlos ist. Hat der Schuldner nicht erfüllt, so hat er den Schaden zu bezahlen. Der Schaden besteht aber in der Differenz; das ist ja der ohne Weiteres sich ergebende Schaden.

Sachv. Dr. **van Wilmowski:** Das ergänzt meine Ausführungen. Darauf beruht auch das ganze Differenzgeschäft. Es würde vollständig den Boden verlieren und würde andererseits auch die Möglichkeit verlieren. Gerade weil die Zeit ein so wichtiges Moment ist, so kann eben nichts weiter verlangt werden. Will man die Voraussetzungen verschärfen, will man verlangen, daß immer Waare, Geld oder Papier nachgewiesen werden müssen, dann würde das Geschäft vollständig seinen Charakter verlieren. Ich würde der Meinung

sein, daß es praktisch auch gar nicht durchführbar wäre, daß es eine Erschwerung für den Handel wäre, wenn eine derartige Aufforderung noch hinzugefügt werden sollte.

Vorsitzender: Man könnte sich nun freilich unbeschadet der Aufrechterhaltung dieser Grundbedingung des Fixgeschäfts den Einwand denken, daß der andere angeblich Nichtsäumige dann gar nicht im Stande gewesen wäre, seinerseits realiter zu erfüllen, so daß schon deswegen der Verzug des Anderen keinen Verzug darstellt, weil er von vornherein nicht erwarten konnte, daß abgenommen oder geliefert werden würde. Würden Sie einen solchen Einwand für möglich halten?

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Nein, ich halte einen solchen abstrakten Einwand aus einer möglichen Eventualität für rechtlich nicht zulässig, auch nicht für wünschenswerth, daß er gemacht werden kann. Neben manchen schlechten Geschäften würde dann manches sehr gute und nothwendige Geschäft zu Grunde gehen, weil die Bedingungen nicht zu erfüllen sind, beziehungsweise in sehr vielen Fällen der Nachweis viel zu schwierig ist.

Ich würde der Meinung sein, daß eine solche Erschwerung den Handel geradezu unerträglich machen würde für alle Fälle, wo wirklich ein Bedürfniß vorhanden ist und wo überhaupt vom Differenzgeschäft, vom Fixgeschäft, vom Ultimogeschäft und allem demjenigen die Rede sein kann.

Vorsitzender: Es würde allerdings auch dahin führen, ein einzelnes Geschäft aus einer ganzen Kette von Geschäften loszulösen. In der Regel geht eine Reihe von Geschäften zunächst ungelöst neben einander her. Wenn sich die Konjunktur ändert, so führt das zu entgegengesetzten Geschäften. Wer bisher gekauft hat, schreitet dann zum Verkauf. Wenn man nun ein einzelnes Geschäft herausgreifen und prüfen will, ob es auf reelle Leistung berechnet wäre, so verschiebt man die wirthschaftliche Absicht.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich glaube, soweit ich beurtheilen kann, daß es nicht zweckmäßig ist. Ich wollte nur dem entgegentreten, daß nicht die Voraussetzung des Verzugs in Artikel 357 geändert zu werden braucht. Die wird bejaht in diesem Falle.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** In diesen Fällen, die Herr Geheimrath von Wilmowski angeführt hat, ist ja ganz zutreffend von ihm hervorgehoben, daß Verzug vorliegt. Aber ich wollte die Frage ganz präzise an ihn richten. Wenn ich heute in Berlin 10 000 Zentner Getreide oder 1 Million Südbahnaktien kaufe und der Kurs beziehungsweise der Preis stellt sich am Termin für mich günstig, — halten Sie (zum Sachverständigen Dr. von Wilmowski) dann den Einwand für zulässig, daß der Verkäufer sagt und beweist: der Käufer befand sich gar nicht in der Lage, am 30. April den Weizen oder die Südbahnaktien abzunehmen, es ist ein ganz mittelloser Mensch, ich bin zwar auch in Verzug gekommen, aber er kann seinerseits nicht die Forderung geltend machen, weil er nicht zu erfüllen im Stande gewesen ist. Halten Sie diesen Einwand juristisch für zulässig, wenn nicht durch die Börsenbedingungen eine Aenderung eingetreten wäre?

Vorsitzender: Das ist dieselbe Frage, die ich eben gestellt habe.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Nein, im Allgemeinen halte ich es nicht für zulässig. Aber ich kann mir den Fall denken, namentlich wo so exorbitante Lieferungen in Frage stehen, wo allerdings die Sache unter dem Gesichtspunkt der Unmöglichkeit, und zwar nicht bloß der subjektiven, sondern auch der objektiven Unmöglichkeit als zulässiger Einwand gelten könnte.

Ich bin nur dagegen, daß ein solches Erforderniß als Gesetz aufgestellt und das Rechtssystem des Verzugs geändert wird im Interesse der sehr vielen gesunden Geschäfte, die damit zerstört würden, wenn ein solcher Einwand allgemein als zulässig erachtet würde. Liegt ein solcher Fall der Unmöglichkeit vor, dann würde ich allerdings den Einwand für zulässig halten, zumal weil dann auch die objektive Unmöglichkeit dazu käme. Ich würde ihn aber nicht für zulässig halten, wenn, wie Herr Stadtrath Kämpf ausführte, die Fälle so liegen, daß in jedem Augenblick der Gegennachweis geführt werden kann, ich habe zwar nicht die Mittel gehabt, ich habe nicht die Kasse gebraucht, aber ich bin in der Lage gewesen, in jedem Augenblick mir die Mittel verschaffen zu können, wenn die Frage an mich herangetreten wäre, und es ist deine Schuld, daß du nicht ernst mit der Frage an mich herangetreten bist. Wäre das der Fall gewesen, so hätte ich es leisten können. Es würde dann der Gegenbeweis geliefert werden können für diejenigen Fälle, in denen es in der That durch Vermittlung Anderer möglich ist, die Mittel zu geben. Ich gebe zu, es bleiben Fälle übrig, in denen der Einwand durchgreifen könnte und durchgreifen würde: wenn ein solcher Gegenbeweis nicht geführt werden kann, daß durch Vermittlung Anderer dem Mangel hätte abgeholfen werden können, und das wird namentlich in den Fällen der objektiven Unmöglichkeit, namentlich sehr bedeutender Lieferung von Produkten, die gar nicht an dem Orte vorhanden sind, allerdings übrig bleiben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ja die objektive Unmöglichkeit, glaube ich, wird man ausscheiden müssen. Denn thatsächlich werden die Produkte immer offerirt, allerdings im Wege der Kündigung, so daß durch eine Lieferung von 1000 Zentner 100 Geschäfte ausgeglichen werden. Aber auf der anderen Seite kommt das vor, und ich glaube, beim Privatpublikum ist es wohl die Regel, daß die Leute, die spekuliren, die Zeitkäufe in großem Umfange abschließen, sich nicht in der Lage befinden, über die Mittel zu verfügen, um die Stücke und die Waare abzunehmen, und wenn man auch nur gegen das Privatpublikum durch eine derartige schärfere Fassung die Forderung stellen wollte, daß ein Verzug auch seinerseits nicht vorliegt, so würde man, glaube ich, die eigentlichen Geschäfte nicht schädigen und doch außerordentlich einschränkend auf die Privatspekulation einwirken.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Ich meine nur dem gegenüber, dann wird in den meisten Fällen eintreten, was Herr Stadtrath Kämpf sagte, dann wird der Gegenbeweis geführt werden können. Wenn ich das Geld auch nicht selbst gehabt habe, so habe ich es mir beschaffen können.

Aber ich gebe zu, daß, wenn der Fall so liegt, daß absolut die Unmöglichkeit vorgelegen hat, wenn dieser Einwand nachgewiesen werden kann: es ist eine absolute Unmöglichkeit gewesen, das Geld oder die Waare, die Werthpapiere zu liefern, dann dieser Einwand durchgreifen könnte, und daß es dann auch sachgemäß wäre, ihn durchgreifen zu lassen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir verfeinern uns die Frage unnöthig dadurch, daß wir den Satz aufstellen: ja, wird der Verzug des Einen dadurch beseitigt, daß der Andere nicht die Geldmittel hat? Die nächstliegende Frage ist ganz einfach: der Verkäufer kommt mit den Effekten zum Käufer; der Käufer erwidert: ich kann die Effekten nicht abnehmen. Halten Sie es dann juristisch oder auch sachlich für richtig, daß dieser Mann, der das erklärt, gleichwohl die auf dem Engagement zu seinen Gunsten ruhende Differenz für sich einzieht? Das ist nach diesem Paragraphen der Fall.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Nein, das würde ich allerdings nicht zulassen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sofern nicht der Verkäufer sagt: ich bestehe auf der effektiven Erfüllung, wonach

das Geschäft ein ganz anderes wird, ist trotzdem die Wirkung, daß der sich der Annahme weigernde Käufer die für ihn auf dem Engagement ruhende Differenz bezieht.

Vorsitzender: Das glaube ich nicht; ich würde daa juristisch nicht anerkennen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn Herr Stadtrath Kämpf sagt: ich will den Paragraphen nicht interpretiren, ich will mich nicht endgiltig äußeru, ob das der Sinn des Paragraphen ist, dann müssen wir uns ja bescheiden. Nach dem Text des Paragraphen kann man darüber, daß es der Fall, zweifelhaft sein. Aber seine Entstehungsgeschichte, wenn man ihn mit den Bestimmungen der früheren Bedingungen und den Bedingungen anderer Börsen in Verbindung bringt, spricht entschieden dafür. Wenn auch die ganze Sache meines Erachteua nur ein idenles Moment hat, so wird dieses ideale Moment immer deahalb erheblich, weil die Borse Normativbedingungen nicht hinstellen sollte, die das Verhältniß zu sehr nach der Richtung des reinen Differenzgeschäfts verschieben.

Sachv. Dr. **von Wilmowski:** Der § 18 ging auf die wesentlich praktischen Falle, wie sie ja meistens vorkommen, wo geleistet werden soll, im Komtor des Anderen, wo dann nicht geleistet wird und dadurch der Verzug dessen hergestellt ist, während zur Abwendung diesea Verzugea dann der Gegner Geld oder Waare zu präsentiren hat; und für diese Fälle, wie sie in der Praxia sich meistens abspielen, da macht diea für die Differenz im Falle des Verzugs keinen Unterschied. Gerade für diese hauptsächlichen Fälle paßt die Abhandlung von Leist nicht; aber ich habe ja zugegeben, daß Auanahmefälle vorkommen können, weil eben wegen Unmöglichkeit der Beschaffung respektive bei Bedingungen anderen Beispiela wohl ein solcher Einwand einmal aufgestellt werden kann. Aber er trifft die Regel nicht und trifft das nicht, was Leist durch seine Erschwerung der Differenzgeschäfte treffen will; die können nur ganz anders getroffen werden.

Ea wurde nach angefragt, ob man den Artikel 357 nur auf den Verkehr der Kaufleute untereinander beschränken solle. Ich würde auch dafür nicht sein. Ich bin der Meinung, das ist nicht richtig. Wenn die Vorschrift nur auf den Fall Anwendung finden soll, so würde ich eine Ungerechtigkeit gegenüber der Behandlung Anderer darin finden, und zwar nach beiden Seiten hin, auch wieder eine ungerechte Vertheilung der Rollen. Denn der Kaufmann, der Bankier würde sich, gegenüber dem Privatmann, immer für gebunden halten und wieder gebunden sein. Nach dem Handelarecht sind ja das auch Handelageschäfte, wenn auch nur auf der einen Seite ein Kaufmann ist. Es würde meines Erachtens eine Ungerechtigkeit sein, dann den einen Theil zu binden und ihm die Lasten aufzuerlegen, den Privatmann aber, der nicht Kaufmann ist, dann ganz frei zu sprechen von der Verpflichtung, die der Gegner im gegebenen Falle haben würde. Ich würde keine Aenderung vorschlagen.

Sachv. **von Guaita:** Sehr viel vermag ich zu der Sache nicht zu sagen. Ich denke mir, daß der Fall praktisch eigentlich nicht vorkommt. Wenn hier geschildert wurde, daß A in einem Geschäfte mit B verdient hat, und wenn B den A zur Erfüllung diesea Geschäftes auffardert, A erwidert: Geld habe ich nicht, aber bitte, zahle mir einmal heraus, was ich an dem Geschäft verdient habe, das ich mit dir gemacht habe, sa wird die Sache vielmehr darauf herauskammen: der A wird, weil es sich um ein Fixgeschäft handelt, sich bereits den Tag vor dem Erfüllungstage zu B hinbegeben, oder wenn er das bei B nicht will, zu C und D, und wird mit dem ein Abkommen treffen dahin, daß er eintritt. Ich meine, praktisch genommen, wird es nicht dazu kommen. Diese Bestimmung, wie sie anscheinend im § 18 — dessen Wortlaut ich nicht kenne — so ähnlich sein wird, wie unsere Bestimmungen, denke ich mir so

gefaßt, weil man eine Form hat wählen wollen, die in kürzester Frist jede Schwierigkeit an der Börse hinwegräumt, wo es doch ungemein darauf ankommt, daß Treu und Glauben herrscht. Nach den Anschauungen der Herren ist das nicht ganz zutreffend; aber ich glaube, daß die ursprüngliche Absicht war, auf die rascheste Weise jede Differenz damit aus der Welt schaffen zu können, Prozessen aus dem Wege zu gehen und eine jede Streitsache rasch erledigen zu können.

Vorsitzender: Sie würden also auch eine Aenderung nicht befürworten?

Sachv. **von Guaita:** Nein.

Vorsitzender: Bitte, Herr Baer!

Sachv. **Baer:** Ich kann auch nicht für eine Aenderung stimmen, ich habe nichts hinzuzufügen.

Vorsitzender: Herr Munk!

Sachv. **Munk:** Nach der Fassung des § 18 der Börsenordnung kann man vielleicht zweifelhaft sein, wie er zu verstehen ist. Ich meinerseits würde die Auffassung des Herrn Geheimrath Hoffmann nicht theilen, daß aus der Entstehungsgeschichte des Paragraphen folge, daß derselbe trotz der veränderten Fassung denselben Sinn wie in der früheren Fassung habe. In der jetzigen Fassung, in welcher überall nur von dem säumigen und nicht säumigen Kontrahenten in Uebereinstimmung mit Artikel 357 des Handelsgesetzbuchs die Rede ist, entspricht der Paragraph den allgemeinen Rechtsgrundsätzen, und es erscheint nicht angängig, ihn in Gemäßheit einer älteren ganz anders gefaßten Börsenordnung auszulegen.

Die angeregte Frage hat aber noch eine allgemeinere Bedeutung. Für den Fall, daß in der That Börsenordnungen existiren sollten, welche derartige Bestimmungen enthalten, wodurch auch der säumige Kontrahent berechtigt würde, eine Differenz zu fordern, würde daraus folgen, daß auch ohne Rücksicht auf Eintritt des Verzuges ein Recht auf Differenzbezug bestehen soll. Es würde demzufolge die Differenz Platz greifen, ohne daß das Recht und die Pflicht zur effektiven Erfüllung bestände, und es würde dann ohne Weiteres durch die Börsenordnung und durch diese Vereinbarung selbst sich ergeben, daß der Vertrag nur ein reines Differenzgeschäft ist, weil von vornherein bedungen würde, daß das Recht und die Pflicht der Lieferung nicht besteht. Es würde meines Erachtens die Rechtsprechung in der Lage sein, allen derartigen Geschäften, die unter diesen Bedingungen geschlossen sind, die Wirksamkeit abzusprechen, und meines Erachtens ist das auch die Ursache gewesen, weshalb die ursprüngliche Berliner Börsenordnung so geändert worden ist, daß sie sich den allgemeinen Rechtsgrundsätzen anpaßt. Zu ähnlichen Resultaten würde man kommen, wenn man in die Börsenordnung etwa die Bestimmung aufnehmen würde, daß eine Realoblation nicht erforderlich sei, denn das würde auf das Nämliche herauskommen. Das Angebot muß, um wirksam zu sein und den Gegner in Verzug zu setzen, real erfolgen, und nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen entscheidet sich, wo und wie man anbieten muß. Wörtliches Anbieten kann genügen, wenn Erfüllungsbereitschaft klar vorliegt. Darüber lassen sich allgemeine Bestimmungen nicht geben; das ist eine Thatfrage, welche Verpflichtung Jemand zu erfüllen hat, damit das Angebot als wirksames von dem anderen Theile angesehen werden muß, um ihn in Verzug zu setzen. Also eine derartige Bestimmung, daß kein reales Angebot vorliegen muß, würde auf dasselbe hinauslaufen, als wenn auch dem säumigen Kontrahenten die Befugniß zur Differenzforderung eingeräumt würde.

Wenn weiter die Frage angeregt worden ist, ob der Artikel 357 auf den Verkehr zwischen Kaufleuten und den Börsenverkehr beschränkt werden soll, so greift diese Frage

hinüber auf eine andere Frage, die anderwärts aufgestellt worden ist und meines Erachtens dort erörtert werden muß; denn nur dann, wenn man die Frage beantwortet, für welche Erwerbsgruppen ist der Terminhandel ein Bedürfniß, kann man die Frage entscheiden, ob eine Beschränkung des Artikels 357 geboten ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** So ganz ist das wohl nicht richtig; man kann der Ansicht sein, daß für das Privatpublikum der Terminhandel ein Bedürfniß ist, und gleichwohl die Berechtigung der Schlußfolgerungen, die der Artikel 357 für die Schadensregulirung feststellt, für das Privatpublikum negiren. Man kann also sagen: beim Privatpublikum treten für die Schadensfeststellung nur die allgemeinen Grundsätze ein. Mit Rücksicht darauf, daß z. B. das Privatpublikum keine Kontrole über die Kursnotirung hat, da es von der Börse direkt ausgeschlossen ist, könnte man doch wohl sagen: in Folge dessen ist es nicht billig, den Börsenkurs im Verkehr mit dem Privatpublikum als für Schadensregulirung maßgebend anzusehen. .

Aber ich bin auch damit einverstanden, wenn der Herr Sachverständige sich über diese Frage demnächst im Zusammenhang mit den andern äußert.

Vorsitzender: Also Sie behalten sich noch Ihre Aeußerung vor.

Ich spreche dann den Herren Namens der Kommission für ihre Mitwirkung herzlichen Dank aus. Ihre Mittheilungen sind in jeder Beziehung für uns lehrreich und interessant gewesen.

(Schluß 4 Uhr 20 Minuten.)

Fünfzehnter Verhandlungstag.

(Achtzehnte Kommissionssitzung.)

Freitag, den 17. Juni 1892.

Vorsitzender Reichsbankpräsident Dr. **Koch** eröffnet die Sitzung.

Wir können gleich zur Vernehmung des Herrn Dr. Basch von der „National-Zeitung" übergehen. In einer der früheren Sitzungen ist beschlossen, auch einzelne Vertreter der Presse zu hören, da die Presse sich vielfach mit Mißständen im Börsenverkehr beschäftigt hat. Wir hoffen von Ihnen ein getreues Bild zu empfangen, und ich bitte, daß Sie sich über diejenigen Punkte äußern, auf die Sie einen erheblichen Werth legen. Der Fragebogen ist Ihnen bekannt?

Sachv. Dr. **Basch:** Der Fragebogen ist mir bekannt. Ich muß aber bitten, mir zu gestatten, vorher einige Worte allgemeiner Art zu sagen. Dann können wir den Fragebogen durchgehen, und ich werde mich präzise und kurz fassen. Eine oder die andere Frage können wir auch ausscheiden.

Es ist sehr richtig, daß Sie die Presse gefragt haben. Sie ist nicht Interessentin der Börse. Wenn ich Presse sage, so verstehe ich darunter nicht eine Solidarität der ganzen Presse, sondern ich meine einzelne Mitglieder der Presse. Die Börse — das will ich kurz sagen, es ist ja bekannt — ist eine Nothwendigkeit; wenn sie nicht wäre, müßte sie hergestellt werden. Aber unsere Berliner Börse ist nicht mehr so geblieben, wie sie früher war, vor 20 Jahren. Es fehlt ihr seit 1873 ein gewisses Etwas, ich will es so ausdrücken: die Vornehmheit. Die Vornehmheit der Börse wiederherzustellen, daß sie ein Markt sei, auf dem die Preise sich in regelrechter Weise und unter Mitwirkung urtheilsfähiger und kapitalkräftiger Elemente feststellen lassen, das dürfte Aufgabe, glaube ich, dieser Kommission sein. Ich wäre der Ansicht gewesen, daß noch einige Fragen, das Aktienwesen betreffend, hätten hinzugezogen werden sollen. Aber Sie haben es nicht beliebt — und ich will kurz berühren —, z. B. ob die Aktien nicht auf den Namen lauten sollen, anstatt, wie es jetzt bei den meisten Aktien der Fall ist, auf den Inhaber. Das würde sehr viel Unzuträgliches verhindern, und sogar einen Theil der Depotfrage lösen, ja, damit fällt ein Theil dieser Frage fort. Ich habe noch andere Punkte in dieser Richtung, die ich vielleicht später nebenbei erwähnen darf.

Vorsitzender: Wir wollen das Aktienrecht lieber jetzt bei Seite lassen. Wir können nachher darauf eingehen.

Sachv. Dr. **Basch:** Schön! Ich will noch im Allgemeinen hervorheben, daß die Börse vieles Große geleistet hat, daß die hiesige Finanzwelt, nachdem das Reich zur Einheit gelangt ist, viel dazu beigetragen hat, die Machtstellung des Reiches nach außen hin zu heben, und zwar geschah das, was das Wichtigste ist, auf dem Gebiete der Währung. Sie hat dahin gestrebt, Berlin zu einem Mittelpunkt des Geldmarktes zu machen; sie

hat dahin gestrebt, den Berliner Geldmarkt dem Londoner ebenbürtig zu machen. Das wird ihr allerdings niemals gelingen, aber wir müssen anerkennen, daß sie sehr viel gethan hat. Sie hat das Ausgleichungsgeschäft, das sonst über London gegangen ist, zum Theil nach Berlin übergeleitet. Ich möchte damit schließen, daß ich sage: wenn ich über die Börse spreche und dahin gehende Fragen beantworte, so thue ich es in dem Sinn der Worte: ich bin nicht da, um mit zu lieben, noch um mit zu hassen, sondern objektiv die Sache zu betrachten.

Vorsitzender: Die erste Gruppe von Fragen betrifft die Zulassung von Papieren zum Handel und zur Börsennotiz. Wollen Sie sich darüber aussprechen. Es ist bekannt — das ist auch in der Presse öfter gerügt worden —, daß in dieser Beziehung mancherlei Mißstände herrschen. Man meint, daß man strenger sein müßte nach der einen oder anderen Richtung, obgleich ja in Berlin Prospektzwang besteht. Die verschiedenen Anregungen unter a bis k erstreben Verbesserungen speziell des in Berlin bestehenden Zustandes. Wir können die einzelnen Vorschläge besprechen.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich möchte speziell auf a eingehen: Soll eine Mitwirkung staatlicher Behörden bei der Zulassung stattfinden? Ich kann mich für eine solche Mitwirkung nicht aussprechen. Wenn eine Behörde bestimmen soll, ob ein Papier zugelassen werden soll oder nicht, so würde die Behörde ein politisches Odium auf sich nehmen. Das können wir nicht wünschen, sie würde damit sogar eine Verantwortung für die Sicherheit des Papiers tragen. Ich würde nicht dafür stimmen, daß eine Behörde dabei mitzusprechen hat.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zunächst darauf aufmerksam machen, daß, wenn die Frage angeregt ist, ob eine Mitwirkung von Behörden stattfinden soll, das keineswegs so gemeint ist, daß eine Behörde über die Zulassung entscheiden soll, sondern die Anregung bezweckt nur, festzustellen, ob etwa ein Staatskommissar zusammen mit dem Börsenkommissariat an der Berathung über diese Frage theilnehmen soll. Zweitens möchte ich den Herrn Sachverständigen fragen, ob er der Ansicht ist, daß es sich bei Emissionen, namentlich von großen Anleihen, auch um erhebliche allgemeine wirthschaftliche Interessen des Landes handelt, und daß die gegenwärtige Organisation und die gegenwärtige Praxis eine genügende Garantie dafür bieten, daß diese allgemeinen Interessen in ausreichender Weise geschützt sind. Ich möchte darauf hinweisen, was Ihnen sicher auch bekannt ist, daß an der Berliner Börse und auch an der Frankfurter — die beiden kommen vorzugsweise in Betracht — es nur ganz ausnahmsweise einmal vorkommt, daß ein Papier nicht zur Kursnotirung zugelassen wird, daß also alle die Papiere, bezüglich deren Anträge auf Kursnotirung gestellt werden, auch in der That mit ganz geringen Ausnahmen in die Kreise des Publikums kommen. Würde in dieser Beziehung eine Verschlechterung überhaupt eintreten können nach der Richtung, daß das Publikum mit weiteren Papieren belastet wird, wenn ein Staatskommissar in der angegebenen Weise mit dem Börsenkommissariat zusammen wirkt?

Sachv. Dr. **Basch:** Der Staatskommissar, der hinzugezogen werden soll, müßte mit vielen Eigenschaften wissenschaftlicher und praktischer Art versehen sein, er müßte den internationalen Verkehr, die Währungsverhältnisse kennen, die Ausgleichung der internationalen Zahlungen 2c., es dürfte nicht ein gewöhnlicher Staatsbeamter sein, nicht einmal ein Beamter des Ministeriums, höchstens könnte es der Präsident der Reichsbank sein.

(Heiterkeit.)

Ich glaube wohl, Herr Präsident, daß Sie eine solche Aufgabe nicht übernehmen würden. Aber ein Anderer kann das nicht

beurtheilen, was für den internationalen Verkehr -- und den wollen wir doch nicht unterbinden — nothwendig ist. „Deutschland bedarf des Verkehrs der ganzen Welt", sagte jüngst ein Nationalökonom, und das ist richtig. Sie können einen Kommissarius nicht mit einer solchen Aufgabe belasten, denn ein Einzelner ist ihr nicht gewachsen. Es müssen mehrere Kommissarien dabei mitwirken, von denen der eine den auswärtigen Verkehr kennt, der andere den inländischen, der dritte Einsicht in die Währungsverhältnisse hat, über den Goldexport, den Goldimport. Er müßte auch Erwägungen anstellen, ob die allgemeine Lage, die politische, die Zulassung eines Papiers erlaubt. Wir müßten also den Reichsbankpräsidenten selbst dazu nehmen, ferner Leute, die den Verkehr ebenso genau kennen; wir müßten sogar das Auswärtige Amt in Anspruch nehmen. Das Alles muß berücksichtigt werden, und ich glaube nicht, daß ein Staatskommissar so vieler Leistungen fähig ist.

Vorsitzender: Man kann sich die Mitwirkung auch in engeren Grenzen denken, etwa so, daß der Staatskommissar ein Veto einzulegen berechtigt sein würde gegen die Zulassung gewisser Papiere. Was halten Sie davon?

Sachv. Dr. **Basch:** Bei auswärtigen Anleihen würde ich sagen, daß der Staat ein Veto einlegen dürfte. Da kommen politische und Verkehrsinteressen in Frage, und der Staat müßte in der Lage sein, seine Interessen zu vertreten, obgleich ich mir nicht verhehle, daß ein Veto viel zu bedeuten hat. Als die Lombardfähigkeit russischer Papiere aufgehoben wurde, was hat das für eine große Erregung hervorgerufen! Da wird sich die Diplomatie kaum hineinmischen wollen. Das wird der Staat nicht thun, bei einem großen Staat wie Oesterreich und Rußland würde das nicht angehen. Nein, wir würden die österreichisch-ungarischen, die russischen Anleihen nicht verbieten wollen. Aber jedenfalls habe ich nichts dagegen, daß der Staat ein Vetorecht hat.

Vorsitzender: Die zweite Frage ist noch nicht beantwortet worden. Herr Geheimer Rath Gamp betonte, daß bei der Zulassung von Papieren auch erhebliche öffentliche Interessen mit in Betracht kämen und wollte wissen, ob bei dem bestehenden Verfahren diese öffentlichen Interessen hinreichend geschützt sind, oder ob eine Lücke besteht.

Sachv. Dr. **Basch:** Jedenfalls habe ich in dieser Hinsicht Zutrauen zu einer Behörde von dem Verständniß und der Urtheilsfähigkeit, wie es die Mitglieder des Börsenkommissariats besitzen — ich erwarte von einer solchen Behörde, daß sie sich sehr genau alle Verhältnisse ansieht und auch die Interessen des Landes und allgemeine Fragen in Betracht zieht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so ist er der Ansicht, daß auch die allgemeinen Interessen durch das Börsenkommissariat vertreten werden sollen, daß das Börsenkommissariat verpflichtet sei, Anleihen nicht zuzulassen, wenn — ich will ein konkretes Beispiel nehmen — momentan bei der Lage des Geldmarktes die Zulassung einer größeren Anleihe mit einer Schädigung der inländischen Interessen verbunden wäre.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich will das nur dann zugeben, wenn das Börsenkommissariat sich bei jeder Emission, bei jedem Prospekt durch eine Anzahl von Mitgliedern verstärkt, die nicht zum Börsenkommissariat aber zum Aeltestenkollegium gehören. Einer derartigen größeren Kommission würde ich eine solche Entscheidung überlassen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich bitte, doch auf meine ganz konkrete Frage zu antworten. Ich habe gefragt, ob Sie es für eine Aufgabe des Börsenkommissariats halten, die wirthschaftlichen allgemeinen Interessen zu prüfen und eventuell, falls eine Schädigung der inländischen allgemeinen

Interessen zu befürchten ist, die Anleihe nicht zuzulassen. Das ist die konkrete Frage.

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist eine konkrete Frage, die Antwort darauf aber ist sehr schwierig. Es wäre eine schwere Verantwortlichkeit, die der Staat kaum übernehmen könnte, zu sagen: diese Emission ist gut, die andere ist zu unterlassen. Wenn der Staatskommissar die Emission einer russischen oder italienischen Anleihe untersuchen sollte, und er würde sagen: die russische ist gut, die andere nicht, so wäre das eine Verantwortlichkeit, die man im staatlichen Interesse nicht gut heißen kann.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige hat mich nicht verstanden. Setzen wir den konkreten Fall, es handle sich um eine große südamerikanische Anleihe, die voraussichtlich einen großen Goldexport zur Folge haben würde. Man ist der Ansicht in sachverständigen Kreisen, daß zur Zeit ein derartiger Goldabfluß erhebliche wirthschaftliche Nachtheile zur Folge haben würde. Ist der Herr Sachverständige der Ansicht, daß in solchen Fällen das Börsenkommissariat eventuell auch in der verstärkten Form berechtigt und verpflichtet wäre, die Anleihe zur Zeit vom Markte auszuschließen, weil es sagt: zur Zeit werden die inländischen Interessen durch die Zulassung der Anleihe geschädigt?

Sachv. Dr. **Basch:** Ein verstärktes Börsenkommissariat soll dazu berechtigt sein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Nun habe ich eine klare Antwort.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen noch einmal fragen, den Fall, den Herr Geheimrath Gamp gestellt hat, vorausgesetzt. Wäre es für den Fall, daß die Anleihe des südamerikanischen Staates den europäischen Kursverhältnissen nach eine vortheilhafte für den Handel wäre, nicht wahrscheinlich, daß die Wirkung auf den Goldabfluß dadurch dieselbe sein würde, daß die Anleihe nunmehr in London oder Paris gezeichnet wird, was doch zur Folge haben würde, daß von Europa das Gold wegfließt? Und wenn von Europa Gold wegfließt, so werden wir in Berlin wahrscheinlich auf dem Markt auch etwas davon verspüren.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich muß erklären, daß, wenn Sie solche Fesseln anlegen, dann die Emissionen von Berlin nach London u. s. w. vertrieben werden, und daß Sie dadurch überhaupt nicht verhindern, daß Nachtheile entstehen. Sie verhindern damit nicht einen Goldexport, wenn in Europa eine Anleihe aufgenommen wird. Wenn eine südamerikanische Anleihe kommt, so wird unter gewissen Umständen auch die Reichsbank in Anspruch genommen werden, wenn jene auch in England oder Frankreich aufgelegt wird.

Vorsitzender: Trotzdem haben Sie ein solches Vetorecht befürwortet?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe gesagt, nicht der Staat soll ein Vetorecht haben, sondern es soll eine verstärkte Kommission darüber entscheiden. Ich bin überzeugt, daß eine solche Kommission nur eine solche Anleihe zulassen wird, die nützlich ist, die den Verkehr Deutschlands stärkt und auch der Industrie zu Statten kommt. Ich vertraue einer solchen Kommission, und zwar, weil die Mitglieder, die dazu bestimmt sind, durch das Loos ausgewählt werden.

Graf **von Arnim:** Der Herr Sachverständige hat also entschieden den Wunsch, die Kommission zu verstärken, weil er ihr nicht geradezu ein Mißtrauensvotum ausstellen will, aber es für nothwendig erachtet, daß eine größere Zahl unparteiischer Herren mitwirken. Ich frage aber, wie soll die Ver-

stärkung eintreten? Wenn die bisherige Kommission selbst nicht ganz frei urtheilen kann, da sie in vielen Beziehungen mit den großen Geschäftsleuten steht, so kann die Kommission sich auch nicht aus eigener Initiative verstärken, ohne die Sicherheit zu gefährden, daß sie keinen parteilichen Standpunkt zur Geltung bringt; wird sie nicht Leute wählen, die auch ihrer Ansicht sind?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde den Vorschlag machen, daß, wie das Aeltestenkollegium jedes Jahr gewählt wird, so soll jedes Jahr aus der Reihe der Börsenbesucher eine Anzahl von 30 bis 40 gewählt werden, und von diesen sollen, wie bei den Geschworenen, immer von dem Vorsitzenden des Aeltestenkollegiums 10 oder 20 ausgewählt werden, die bei irgend einem Fall mitzuwirken haben. Somit würde das Kommissariat gar keine Gelegenheit haben, nur Leute heranzuziehen, die ihm genehm sind.

Vorsitzender: Einen Staatskommissar wollen Sie also nicht zuziehen, sondern Personen aus den Kreisen der Börsenbesucher, dauerd oder nur bei außergewöhnlichen Fällen?

Sachv. Dr. **Basch:** Bei jeder Anleihe soll das Kommissariat aus der Zahl der Gewählten eine gewisse Anzahl hinzuziehen.

Vorsitzender: Bei auswärtigen Anleihen.

Sachv. Dr. **Basch:** Und zwar soll das Börsenkommissariat nicht die Personen bestimmen, sondern das Aeltestenkollegium, damit keine Parteilichkeit möglich ist.

Vorsitzender: Das scheint mir doch eine etwas schwerfällige Aktion. Wie soll denn die Auswahl stattfinden?

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist doch sehr einfach. In jedem Jahr werden 30 Personen aus der Zahl der Börsenmitglieder gewählt.

Vorsitzender: Wer soll denn wählen?

Sachv. Dr. **Basch:** Die Korporation der Kaufmannschaft, ebenso wie sie das Aeltestenkollegium wählt.

Vorsitzender: Die Korporation der Kaufmannschaft soll wählen. Sie wollen also besondere Leute haben, die bei Emissionen von ausländischen Anleihen mitsprechen?

Sachv. Dr. **Basch:** Nein, bei allen Emissionen. Wenn ein Prospekt eingereicht wird, dann sollen diejenigen aus der Zahl der Gewählten bestimmt werden, die hinzuzuziehen sind.

Vorsitzender: Nach welchen Gesichtspunkten soll da das öffentliche Interesse berücksichtigt werden?

Sachv. Dr. **Basch:** Es ist doch anzunehmen, daß bei so vielen Personen das Einzelinteresse keine Rolle spielen, sondern daß dabei das allgemeine Interesse zur Geltung kommen wird.

Vorsitzender: Ist das etwas Anderes wie bisher? Auch jetzt ist ein Prospekt vorgeschrieben. Aber Sie wollen auch eine materielle Kognition eintreten lassen, ob die Zulassung nicht dem öffentlichen Interesse zuwiderläuft?

Sachv. Dr. **Basch:** Das soll auch in Normativbestimmungen aufgenommen werden, daß zu untersuchen ist, ob die Anleihe dem öffentlichen Interesse widerspricht.

Vorsitzender: Das würde ich für mißlich halten. In Frankreich ist die Vorschrift etwas erweitert in der Hinsicht, daß man nicht Rechenschaft giebt, welche Gründe zu dem Verbot führen. Es ist allerdings bei uns wohl einmal, wenigstens mittelbar, eine Anleihesubskription inhibirt worden. Das hatte aber einen politischen Beigeschmack, den Sie vorhin auch erwähnten.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte noch fragen: habe ich Sie mißverstanden, wenn Sie vorhin sagten, eine materielle Prüfung der Sicherheit im Interesse des Publikums wollten Sie nicht befürworten? Sie sagten ausdrücklich, das Publikum wird in einem solchen Fall das Papier, das zugelassen ist, für sicherer halten als andere. Sie sagten das nicht bloß von dem Staatskommissar, sondern auch von der erweiterten Prüfung.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe das nur von dem Staatskommissar gesagt. Der Staat soll keine Last übernehmen und nicht zur Voraussetzung einer materiellen Prüfung verleiten.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann gilt aber für das Börsenkommissariat dasselbe?

Sachv. Dr. **Basch:** Das verstärkte Börsenkommissariat kann eine solche Last übernehmen.

Vorsitzender: Dann wollen wir zu b übergehen, überhaupt zu den folgenden Anregungen, also zunächst: „Soll die Zulassung ausländischer Papiere zum Handel und zur Kursnotiz von einem Mindestbetrag der einzelnen Stücke abhängig gemacht werden?"

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde dafür stimmen und sagen, gerade so, wie unsere Stückaktien auf 1000 Mark lauten, müßten auch ausländische Aktien nicht unter 1000 Mark zugelassen werden.

Vorsitzender: Auch bei ausländischen Aktien und Anleihescheinen?

Sachv. Dr. **Basch:** Bei ausländischen Anleihescheinen ist das schwierig. Die internationalen Beziehungen würden darunter leiden können.

Vorsitzender: Dann folgt die Frage c: Soll für die Zulassung von Aktien der bisher grundsätzlich an den größten Börsen geforderte Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht werden?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde entschieden dafür stimmen, daß Papiere von Gründungen unter 3 bis 5 Millionen ausgeschlossen werden; solche dürfen nicht an der Börse gehandelt werden.

Vorsitzender: Mindestens also 3 Millionen?

Sachv. Dr. **Basch:** Die kleinen Gründungen haben überhaupt keine wirthschaftliche Bedeutung; sie haben gar keine Berechtigung, weil meistens, wenn eine Privatunternehmung nicht mehr reussirt, sie in eine Aktiengesellschaft umgewandelt wird. Das wollen wir verhindern.

Vorsitzender: e. Sollen für die Zulassung von Aktien dem Prospekt auch die im Artikel 210 Nummer 1 bezeichneten Verträge beigefügt werden?

Sachv. Dr. **Basch:** Soviel ich weiß, werden die Verträge auch jetzt schon vorgelegt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ob sie abgedruckt werden sollen!

Vorsitzender: Fraglich ist namentlich, ob sie mit veröffentlicht werden sollen. Einige der Herren Sachverständigen waren dafür, andere haben sich dagegen ausgesprochen.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde ein solches Verfahren für schwerfällig halten; eine Veröffentlichung halte ich nicht für nöthig.

Vorsitzender: Soll die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden? (Unterfrage e.)

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist sehr schwierig zu beantworten. Nehmen Sie ein großes Unternehmen an von 30 Millionen Mark; nun soll die dasselbe finanzirende Bank mit der Emission der 30 Millionen einige Jahre, oder lange Zeit von der Eintragung der Gesellschaft bis zur Einführung an der Börse warten? Die Zwischenfälle sind gar nicht zu berechnen. Ferner würden die Banken und Bankhäuser damit ihre Kapitalien festlegen und könnten andere Unternehmungen nicht inzwischen machen. Ich würde Folgendes vorschlagen, daß z. B. diejenigen, die ein Papier einführen wollen, vor die Alternative gestellt werden, entweder erst zwei bis drei Jahre nach erfolgter Eintragung das Papier auf den Markt zu bringen oder wenn Jemand unmittelbar nach der Eintragung das Papier an die Börse bringen will, so kann er das nur mit beschränktem Agio thun, sagen wir mit 5 oder 10 Prozent oder kurz mit einem Zehntel des Erwerbspreises. Das hohe Agio ist es eben, das immer auf eine hohe Konjunktur zugeschnitten ist. Wir wollen aber doch, daß nicht eine Hochkonjunktur im Emissionskurs gelten soll, sondern daß eine Durchschnittskonjunktur in Betracht kommen soll bei Feststellung des Ausgabekurses. Durch eine Bestimmung, daß derjenige, der unmittelbar nach der Gründung das Papier an der Börse einführen will, nur ein Agio von circa ein Zehntel des Erwerbspreises darauf schlagen soll, wird dem Grundsatz der Unterlage einer Durchschnittskonjunktur Rechnung getragen.

Vorsitzender: Sie stehen unter dem Eindruck der Erfahrung, daß eine Menge von Aktien mit einem unberechtigt hohen Agio an die Börse gebracht worden sind. Da wird es aber schwer sein, bestimmte Grenzen vorzuschreiben.

Sachv. Dr. **Basch:** In dem hohen Agio drückt sich eine hohe Rentabilität aus. Das Papier ist vielleicht 160 Prozent werth, wenn die Industrie gut geht.

Vorsitzender: Man müßte, wenn man das bestimmen will, eine zahlenmäßige Berechnung anstellen?

Sachv. Dr. **Basch:** Im Augenblick kann ich nicht gesetzgeberisch das Gesagte formuliren, im Augenblick kann ich nur die Linie ziehen, den Gedanken angeben, daß wir nicht hindern wollen, Emissionen an den Markt zu bringen, aber daß wir das Agio beschränken.

Vorsitzender: Wenn man an dieser Idee festhält, so kann man sich das in der Form denken, daß man unter Umständen nur eine Rate einzieht, wenn das Agio nach der Meinung der Kommission ein übermäßiges ist.

Sachv. Dr. **Basch:** Das geht auch. Dem verstärkten Kommissariat traue ich sehr Vieles zu, in dieser Form ist es auch möglich.

Vorsitzender: Dann die folgende Nummer: ob bezüglich aller an der Börse gehandelten Papiere eine Verantwortlichkeit der Ankündigenden für den Prospekt einzuführen beziehungsweise zu verschärfen ist.

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist auch eine außerordentlich schwierige Frage. Man kann bloß den Emittenten verantwortlich machen für Thatsachen, die in dem Prospekt angeführt sind, nicht für Angaben, die ihm von einem Anderen gemacht sind, von der Direktion einer Gesellschaft, von dem Ministerium eines Staates. Man kann in dieser Beziehung ihn nur verantwortlich machen, wie einen redlichen Kaufmann, der sich über alle Thatsachen vergewissert. Wie soll die Verantwortlichkeit des Emittenten bei einer ausländischen Anleihe festgesetzt werden, z. B. bei Portugal? Wahrscheinlich haben die Emittenten, die die portugiesischen Anleihen unternahmen, ganz entschieden das Budget Portugals gekannt und gewußt, wie die Anleihe zu Stande gekommen ist, sie haben sich über Alles

vergewissert, und doch ist es passirt, daß der Staat unmittelbar darauf bankerott geworden ist. Ich will den Emittenten eine Verantwortlichkeit auflegen wie dem redlichen Kaufmann für Thatsachen — ich weiß nicht, ob das der richtige Ausdruck ist. Sie sollen alle Dokumente einsehen, sich vergewissern, ob Alles in Ordnung ist, sollen das Budget einsehen — das Budget wird ja bekannt gegeben —, ob es mit den Büchern stimmt, ob der Zweck der Anleihe richtig angegeben ist 2c.

Vorsitzender: Das ist eine vielfach diskutirte Frage. Es wurde ausgeführt, die Emittenten sollen für den ganzen Inhalt des Prospekts haften, auch für dasjenige, was darin von Anderen angeführt wird, nämlich über die verschiedenen Umstände, welche der Emission zu Grunde liegen, abgesehen von der eigentlichen Proposition, auf die Papiere zu zeichnen. Es ist geltend gemacht, man müsse verlangen, daß die Banken für jene mitveröffentlichten Auseinandersetzungen als dicta promissa haften. Von anderer Seite ist entgegnet, man dürfe nicht mehr verlangen, als daß die gehörige Sorgfalt bei der Ankündigung beobachtet wird.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich halte das für das Richtige. Die Budget- und Finanzangelegenheiten kennt, wer sie kennen will, die Presse berichtet darüber ausführlich. Man kennt meistens die Verkehrs- und Finanzlage der Staaten. Man weiß, wie viel Einnahmen der Staat aus Zöllen u. s. w. hat, und die Banken, die Anleihen übernehmen, sollen sich bloß vergewissern, ob die Thatsachen, die im Prospekt angegeben sind, auch übereinstimmen mit den Dokumenten. Ich wünsche auch, daß genau angegeben wird, wofür die Anleihe gemacht ist, ob für Bauten, ob für Eisenbahnen. Der preußische Finanzminister hat neuerdings bestimmt, daß keine Stadtanleihe erlaubt wird, wenn sie nicht gehörig begründet und das Fundament der Verzinsung gesichert ist. Das müssen wir bei Staatsobligationen ebenfalls verlangen.

Vorsitzender: Sie meinen, das Bankhaus soll in gewissem Maß für die Richtigkeit und auch für die Vollständigkeit der Angaben haften?

Sachv. Dr. **Basch:** Ja, für die Vollständigkeit der Angaben.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte bitten, mir das näher zu expliziren. Sie haben das portugiesische Beispiel gewählt, Sie sagten: die Budgets waren den Emittenten bekannt, und doch konnte es passiren, daß gleich nach der Emission der Anleihe der Staat die Zahlung einstellte. Nun sagen Sie einerseits: die Budgets unterliegen der Oeffentlichkeit; Sie scheinen aber andererseits zu meinen, wenn das emittirende Haus sich von der Richtigkeit der Budgets überzeugen soll, müßte ein Abgesandter dieses emittirenden Hauses sich nach Lissabon ins Finanzministerium begeben und sagen: legt mir eure Bücher vor; wo sind eure Einnahmen, wo sind eure Zölle. Soll er sich da hinsetzen und addiren, ob auch richtig gerechnet ist? Glaubt der Herr Sachverständige, daß irgend ein Ministerium sich das gefallen lassen würde, daß nicht das Ministerium sagen würde: ja, wenn ihr etwas derartiges verlangt, dann finde ich andere Länder, die nicht derartige eigenthümliche Forderungen stellen. Es wäre auch mit der Würde irgend eines Landes, ganz abgesehen von seiner mehr oder weniger großen Bedeutung, schwer vereinbar, ein derartiges Verlangen zu stellen. In welcher Weise meinen Sie also, daß das emittirende Haus nach der Richtung, die ich angedeutet habe, thätig sein soll?

Sachv. Dr. **Basch:** Es ist jetzt schon im Gange, gegen dergleichen Staaten eine Vereinigung zu schaffen; wahrscheinlich wird es eine internationale sein, vielleicht gar eine diplomatische, damit die Anleihen und Repudiationen nicht so leicht

vollzogen werden. Ein Staat wie Portugal müßte sich gefallen lassen, daß die Emittenten die Bücher aufs Genaueste prüfen lassen können. Wäre es nicht besser gewesen, daß Portugal lieber vorher den Häusern, welche die Anleihe übernahmen, gesagt hätte: so und so sind die Finanzen, hier sind die Bücher einzusehen, da sind die Dokumente?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Dann möchte ich noch einmal fragen. Sie sagen: jetzt ist es im Werke, daß eine internationale Kommission, vielleicht von Vertretern der Staaten, die Sache in die Hand nehmen und die Lage von Portugal untersuchen wird. In Portugal ist jetzt in der That die Zahlungseinstellung eingetreten; und hier werden die Staaten vielleicht in der Lage sein, eine derartige Kommission durchzusetzen. Aber es handelte sich zur Zeit der Emission der Anleihe doch nicht um einen Staat, der die Zahlung eingestellt hatte, sondern der zahlungsfähig war, und es wäre wohl eine müßige Frage, ob ein derartiger Staat sich von jedem beliebigen Privathaus, das Emittent ist, in der Weise in seine Buchführung hätte hineinblicken lassen, er würde wohl das Verlangen a limine abgewiesen haben.

Sachv. Dr. **Basch:** Aber ich habe ausdrücklich gesagt, daß das Budget jedes Staates der Oeffentlichkeit zugänglich ist. In Rußland, da ist es der Rapport, der dem Zaren alljährlich vorgelegt wird. Das ist bei einem Staat wie Portugal nun nicht der Fall; dann kann das Haus, das die Anleihe übernimmt, sich alle Beläge vorlegen lassen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen darauf aufmerksam machen, daß nicht nur das Budget bei der portugiesischen Anleihe zur Verfügung stand, sondern auch ein ausführlicher Rapport des Finanzministeriums, in welchem für jede einzige Position des Budgets ein ausführlicher Nachweis gegeben wird.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich verlange auch nichts weiter, als daß die Angaben der Kredit verlangenden Regierung mit Dokumenten belegt werden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Mit was für Dokumenten?

Sachv. Dr. **Basch:** Sie müssen sich vergewissern, daß die Angaben des Ministers mit den Büchern übereinstimmen. Ich habe vorausgeschickt, daß bei auswärtigen Anleihen das Publikum genauer informirt ist als bei Gründungen im Inlande. Das Budget wird veröffentlicht, da sind keine großen Schwierigkeiten zu überwinden, um den Stand der Finanzen zu erkunden.

Graf **von Arnim:** Ich möchte doch im Anschluß hieran eine Frage nahe legen. Sie wissen, daß die Darmstädter Bank 1891 eine Anleihe emittirt hat, die sogenannte portugiesische Tabacksanleihe. Die Bank hat leider nicht Gelegenheit genommen, sich davon zu überzeugen, daß die sämmtlichen Staatseinnahmen Portugals, inklusive des Tabacks, schon vorweg verpfändet waren. Soll das Publikum nun diesen Fehler büßen? Es war in diesem Fall zweifellos Pflicht der Darmstädter Bank, sich besser über die Finanzverhältnisse Portugals zu informiren. Bekanntlich ist vier Wochen darauf der Bankrott eingetreten. Ich meine, daß das Publikum nicht im Stande ist, diese Verhältnisse genauer als die Bank zu studiren, und ich möchte fragen, ob nicht das einfachste, allerdings radikalste Mittel darin bestände, daß das emittirende Haus die Verhältnisse so studirt, daß es sagen kann: ich bin im Stande, für diese Anleihe die effektive Garantie der Zinsen für eine Reihe von Jahren zu übernehmen.

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist unmöglich; so kann z. B., wenn Portugal im Stande gewesen wäre heute zu zahlen, es

in kurzer Zeit durch einen Aufstand, durch eine Rebellion in den Kolonien finanziell ruinirt sein. Da kann kein Emittent, der in Berlin wohnt, für alle Zustände einstehen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich freue mich, hier zugleich im Namen der Darmstädter Bank eine Berichtigung eintreten lassen zu können, die ich durch Dokumente belegen kann. Herr Graf Arnim sprach von den beiden Anleihen von 1888 und 1891, welche letztere mit dem Namen Tabacksanleihe bezeichnet wird. Er sagte, der Taback sei schon vor Emission dieser Anleihe verpfändet gewesen. Ich bemerke nun, daß bei der Anleihe von 1888 der Prospekt folgendermaßen beginnt: Nachdem die portugiesische Regierung durch Gesetz vom 22. Mai 1888 ermächtigt worden ist, die Summe von 7200 Contos de Reis aufzunehmen, welche zur Einführung der Tabacksregie (zum Ankauf von Fabriken, von Lägern und zu Entschädigungen) bestimmt ist . . . . . hat sie beschlossen, ... Obligationen auszugeben.

Also diese Anleihe von 1888 ist gemacht worden von der Regierung zur Einführung der Tabacksregie, zum Ankauf der Fabriken u. s. w.; der Staat will also die Regie betreiben, das hat er 1888 begonnen. Es geht hieraus hervor, daß hierbei von irgend einer Verpfändung absolut nicht die Rede ist. Nun kommen wir zur Anleihe von 1891, da fängt der Prospekt folgendermaßen an: Auf Grund der durch Beschluß der Cortes 2c. ertheilten Ermächtigung hat die portugiesische Regierung die Ausübung des Tabacksmonopols einer von (nun folgen die Namen) zu konstituirenden Gesellschaft übertragen. Die Regierung hatte sich überzeugt, daß mit der Tabacksregie die Einnahmen sich nicht vortheilhaft gestaltet haben; daß sie besser thue, anstatt die Regie zu behalten, den Betrieb wiederum der Privatindustrie zu übertragen. Es liegt auch ein Bericht des Finanzministeriums vor von 1891, in welchem er die Gründe näher mittheilt, weßhalb nun wieder die Regie des Staates auf die Privatindustrie übergegangen ist. Seite 25 heißt es: der Versuch mit der Regie ist meiner Ansicht nach jetzt gemacht und beendet. Wenn nach der Ansicht verschiedener Personen die Zeitdauer eine zu kurze sein sollte, um sie richtig zu schätzen, so sind die Differenzen, die sich aus einer Vergleichung der Erwartungen und der erhaltenen Resultate ergeben, so außerordentlich wichtige, daß diese Thatsache an sich jedes Mißverständniß, welches der kurze Zeitraum nicht genügend aufklären könnte, berichtigen muß. — Die Regierung wendet sich dagegen, daß man sagt: du hast die Regie bloß zwei oder drei Jahre betrieben. So geht es in ähnlich interessanter Weise weiter; der Minister setzt genau auseinander, weshalb er von der Regie zurückgekommen ist.

Ich wünschte im Wesentlichen klarzustellen, daß nicht irgend eine Verpfändung des Tabacks seitens des Staates mit der Anleihe von 1888 verknüpft war, sondern daß der Staat lediglich Geld aufgenommen hat, um die Fabriken u. s. w. zu kaufen; später hat er dann, wie es sein gutes Recht war, die Fabrikation wieder als Monopol an eine Aktiengesellschaft abgegeben, weil es sich als vortheilhafter für ihn erwies: auf Grund dieses Monopols wurde die Tabacksanleihe aufgenommen, und diese durch die von der Gesellschaft zu zahlende Pacht als Spezialpfand sichergestellt.

Vorsitzender: Wenn wirklich eine Verpfändung vorgelegen hätte, so würde man eine starke Fahrlässigkeit darin erblicken müssen, falls ein Mitglied des Bankhauses diese Thatsache ignorirt hätte.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Das Märchen war in der Presse aufgetaucht, ich freue mich, daß ich Gelegenheit habe, es widerlegen zu können. Ich stelle die Dokumente zur Verfügung.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich möchte auch daran erinnern, daß Griechenland eine Anleihe für die Eisenbahn Larissa-

Piräus aufnahm. Es hat aber diese Anleihe für andere Zwecke verwandt. Wie kann da ein Emissionshaus die Garantie gegen dergleichen Unredlichkeiten übernehmen?

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Ich habe den Herrn Sachverständigen wohl richtig dahin verstanden, daß er den Emittenten verantwortlich machen will für vergangene Thatsachen, aber nicht für die Zukunft. Für etwaige Vertragsbrüche, wie das bei der griechischen Anleihe vorlag, würde das Emissionshaus in keiner Weise verantwortlich gemacht werden können, da das Haus nicht in der Lage ist, die Verwendung überwachen zu können. Dagegen habe ich wohl richtig verstanden, daß für die Richtigkeit der Thatsachen, die vor dem Zeitpunkt der Emission liegen, eine Verantwortlichkeit übernommen werden soll?

Sachv. Dr. **Basch:** Es soll die Verantwortlichkeit übernommen werden für die Angaben der Behörde, die auf ihre Richtigkeit zu prüfen sind, weiter nichts, indem sich das Emissionshaus alle darauf bezüglichen Dokumente vorlegen läßt. Man weiß ja, daß Portugal immer ein Defizit gehabt hatte, das Publikum brauchte sich also nicht an einer portugiesischen Anleihe zu betheiligen. Das Emissionshaus hatte nur die Richtigkeit der Thatsachen zu prüfen, welche das Ministerium angegeben hat.

Vorsitzender: Wenn das Emissionshaus ungeachtet aller Sorgfalt getäuscht wird, so würden Sie es also nicht für schadenersatzpflichtig halten?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich verstehe Sie dahin: es soll haften auf sorgfältige Prüfung der Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben, die der Anleiheschuldner gemacht hat, nicht mehr.

(Sachv. Dr. Basch: Ja.)

Das ist aber außerordentlich relativ, wie weit die Aufmerksamkeit in der Prüfung der gemachten Angaben zu gehen hat. Um mich an Ihr Beispiel zu halten, frage ich, wenn der Minister erklärt hätte, der Tabak sei nicht bereits verpfändet; ist dann nach Ihrer Meinung das Haus aus seiner Verpflichtung heraus, oder muß es weiter auf die Vorlegung von Material dringen, und zwar welchen Materials, um sich die Ueberzeugung zu verschaffen, daß diese Behauptung, der Tabak sei nicht früher verpfändet, richtig ist?

Kann da nicht je nach der einen oder anderen Auffassung etwas ganz Unschädliches, aber auch ganz Gleichgiltiges, oder andererseits etwas Unerfüllbares herauskommen? Sie konstruiren eine Verpflichtung des Emissionshauses, die vom Richter retrospektiv bei der gänzlichen Dehnbarkeit dessen, was als Material vorgelegt werden soll, so verstanden werden kann, daß überhaupt nicht mehr emittirt werden könnte.

Sachv. Dr. **Basch:** Sie haben den Fall gesetzt, wo von einer Verpfändung für eine Anleihe gesprochen wird. Da muß das Emissionshaus alle Dokumente einsehen, um zu prüfen, ob eine Verpfändung stattgefunden hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Eine frühere Verpfändung kann vor sieben Jahren stattgefunden haben. Wer verschafft mir die Ueberzeugung davon, daß nicht in früheren Jahren der Tabak schon einmal verpfändet ist, in anderer Weise, als das mir der beglaubigte Vertreter des Staates erklärt, er sei nicht verpfändet worden?

Sachv. Dr. **Basch:** Die Hauptsache ist, daß der Vertreter des Staates das erklärt, und die Beläge geprüft werden, ob die Anleihe rechtlich vorgenommen ist oder nicht, zu welchem Zweck sie bestimmt ist. Das bedeutet doch keine Haftung. Ob die Anleihe verwendet wird zu dem angegebenen Zweck oder nicht, davon kann ich mich nicht überzeugen. Darauf muß man sich

verlassen. Ich kann mir doch denken, daß jeder Minister einen Bericht über staatliche Institute vorlegt. Ebenso wie der Präsident der Seehandlung über die Seehandlung und der Reichsbankpräsident über die Reichsbank, so muß auch der Minister jährlich Bericht erstatten über ein Institut wie die Tabackregie. Dieses Dokument muß vorgelegt und geprüft werden, ob die Verhältnisse richtig angegeben sind. Ist das eine große Verantwortlichkeit? Das Emissionshaus sagt: wir haben das gelesen, da ist das Dokument. Wir haben es sorgfältig untersucht.

Vorsitzender: Das ist mehr eine Rechtsfrage —

Sachv. Dr. **Basch:** Die ich nicht zur Entscheidung bringen kann.

Vorsitzender: Wir gehen nunmehr zu der folgenden Frage über (g):

„Soll in dem Prospekt der Preis angegeben werden, zu welchem das Papier von dem oder den Emittenten übernommen worden ist?"

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde sagen, bei Anleihen, da soll der Uebernahmepreis angegeben werden, bei anderen Papieren ist es nicht thunlich, da kann der Erwerbspreis nicht angegeben werden. Nehmen wir an, ein Konsortium hätte die Aktien einer Gesellschaft vor einem Jahr übernommen, sagen wir zu 110. Inzwischen hat sich die Substanz des Unternehmens verändert, die Zeiten haben sich ungünstig gestaltet, und wenn die Aktien zu 112 auf den Markt gebracht werden mit der Erklärung, daß sie zu 110 übernommen worden sind, so wird Jeder sagen: die Emittenten wollen nichts verdienen, der Kurs ist ein annehmbarer.

Vorsitzender: Sie würden das also nicht für alle Papiere verlangen. Wir können dann weiter gehen zur Unterfrage h:

„Ob es sich empfiehlt, den Prospektenzwang auszudehnen auf alle Konvertirungen und auf Kapitalserhöhungen."

Sachv. Dr. **Basch:** Ich bin der Meinung, die Konvertirung stellt eigentlich eine Verbesserung des Vermögens der Gesellschaft dar. Da ist ein Prospektzwang nicht nothwendig.

Vorsitzender: Aber eine Sicherheit für das Publikum würde geschaffen werden, wenn in allen Fällen ein Prospekt gegeben werden muß.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde es für nützlich halten, auf Kapitalserhöhungen den Prospektenzwang auszudehnen. Die Leute müssen doch sehen, in welcher Lage sich die Gesellschaft befindet.

Vorsitzender: Dann kommen wir zu i:

„Soll eine längere Frist zwischen dem Aushängen beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen?"

Sachv. Dr. **Basch:** Ich halte auch dafür, daß eine solche Frist vorgeschrieben wird, damit die Presse sich darüber äußern kann. Es genügt eine Frist von einigen Tagen.

Vorsitzender: Das ist meistens empfohlen worden. Die Herren Sachverständigen haben sich für eine Frist zwischen drei bis sechs Tagen ausgesprochen.

Sachv. Dr. **Basch:** Sechs Tage würde ich als eine etwas längere Frist vorziehen.

Vorsitzender: Dann käme die vielfach streitig gebliebene Unterfrage k:

„Ob der Handel per Erscheinen zu verbieten sei, wenigstens insoweit, als er in die Zeit vor der Zutheilung oder doch vor der Zeichnung fällt."

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde sagen, daß der Handel in einem Papier, das zur Subskription aufgelegt wird, erst nach erfolgter Zutheilung beginnen darf. Es leuchtet ein, daß das Emissionshaus es in der Hand hat, die Zutheilung zu bemessen je nach der Aufnahme, welche das Papier an der Börse gefunden hat. Die Bestimmung, daß der Handel in einem Papier erst nach dessen Subskription stattfinden soll, würde bei unseren Subskriptionen das zu starke Ueberzeichnen verhindern.

Vorsitzender: Manche Sachverständige haben es für vortheilhaft gehalten für die Ausbildung des Kurses, dann auch für die Placirung des Papiers. Von anderer Seite war anerkannt, daß häufig auch ein starker Mißbrauch dabei stattfinden könnte.

Sachv. Dr. **Basch:** Das Kommissionshaus könnte eben, wie gesagt, die Zutheilung nach der Aufnahme des Papiers bemessen.

Vorsitzender: Sie würden das Verbot aber nicht in zwingende Form kleiden, sondern es lieber dem Ermessen der betreffenden Organe überlassen?

Sachv. Dr. **Basch:** Ja.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte fragen, welche Vortheile, abgesehen von Staatsanleihen, dieser Handel per Erscheinen bietet?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich kenne die Vortheile nicht!

Vorsitzender: Nachtheile auch nicht?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde eher für ein Verbot sein.

Vorsitzender: Dann würden wir zu den Fragen übergehen, welche den Terminhandel betreffen.

„Welche Thatsachen haben zur Einführung des Terminhandels geführt?" (Frage 2.)

Sachv. Dr. **Basch:** Das sind so bekannte Dinge, daß wir sie bei der Kürze der Zeit eigentlich übergehen könnten. Die Nothwendigkeit des Termingeschäfts ist von allen Seiten anerkannt. Man muß sich immer, wenn man eine Institution verändern will, wie Roscher sagt, fragen, wann und wie, und zu welchem Zwecke sie eingeführt ist. Wir wissen, daß ohne den Terminhandel viele Effekten, Anleihen gar nicht unterzubringen sind.

Vorsitzender: Wir können die Fragen 2 bis 5 wohl zusammenfassen.

Sachv. Dr. **Basch:** Ja, welche Gruppen der Bevölkerung sich am Terminhandel betheiligen, das ist schwer zu sagen; es sind eigentlich alle Gruppen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur den Herrn Sachverständigen darauf aufmerksam machen: der Terminhandel in preußischen Konsols wurde vor ganz kurzer Zeit eingeführt und hat sich bisher eigentlich nicht sehr eingebürgert.

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist auch nicht möglich bei einem so geringen Betrage der preußischen und Reichsanleihen. Die französische dreiprozentige Rente umfaßt 14 Milliarden Francs, die italienische etwa 9 Milliarden Lire, die Summe der englischen Konsols zirka 14 Milliarden Mark. Wir werden es vielleicht ebenfalls, wenn die vierprozentigen Konsols konvertirt werden, zu einem Rentenbetrage von 5 bis 6 Milliarden Mark bringen. Jedenfalls ist aber das Termingeschäft in preußischen Konsols ein sehr solides Geschäft.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich stimme darin mit dem Herrn Sachverständigen vollständig überein,

daß das Termingeschäft in preußischen Konsols das denkbar solideste ist.

Vorsitzender: Die folgenden Fragen behandeln die Nachtheile des Terminhandels.

Sachv. Dr. **Basch:** Was die Schwänze anbetrifft, die hier angeführt ist, so muß ich bemerken, daß sie an unserer Fondsbörse seit sehr langer Zeit nicht vorgekommen ist. Ich erinnere mich nur eines Falls, ich glaube, es war im Jahre 1873, daß Jemand 50 000 Kreditaktien gekauft und auf Lieferung gedrungen hatte, was einen plötzlichen Kursaufschwung bewirkte. Seit dieser Zeit ist es nicht geschehen, überhaupt kommen an der Fondsbörse derartige Dinge nicht vor.

Vorsitzender: Aber der Terminhandel führt, wie Manche behaupten, zu großen Preisschwankungen?

Sachv. Dr. **Basch:** Allzu heftige Preisschwankungen werden ausgeglichen.

Vorsitzender: Sie meinen auch, daß beim Terminhandel weniger heftige Preisschwankungen als beim Kassageschäft vorkommen?

Sachv. Dr. **Basch:** Beim Kassageschäft kommen ebenfalls erhebliche Preisschwankungen vor.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Ist der Herr Sachverständige in der Lage, uns nähere Auskunft zu geben über die Börsenverhältnisse in New-York?

Sachv. Dr. **Basch:** Das wollte ich eben erwähnen. In New-York besteht nur das Kassageschäft. Es werden alle Geschäfte an der Börse per Kassa abgemacht, und doch entstehen dort die wildesten und gefährlichsten Preisschwankungen.

Vorsitzender: Geben Sie zu, daß das Zeitgeschäft mehr zum Börsenspiel verführt?

Sachv. Dr. **Basch:** Gewiß!

Vorsitzender: Sie meinen, daß beim Kassageschäft das Publikum nicht in dem Maße verführt wird?

Sachv. Dr. **Basch:** Nein, nicht in dem Maße, es sei denn, daß es einen übermäßigen Kredit erhält. Darauf kommen wir wohl später noch zurück.

Vorsitzender: Würden Sie empfehlen, den Terminhandel für gewisse Papiere und gewisse Gattungen von Effekten auszuschließen?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde eigentlich sagen, daß von dem Terminhandel alle Industriepapiere ausgeschlossen werden sollen.

Vorsitzender: Weswegen?

Sachv. Dr. **Basch:** Es hat sich der Uebelstand herausgestellt, daß sich die Industrie allzusehr mit der Börse verquickt hat. Die Produzenten haben sich zu sehr mit der Börse verbunden, mit den Operationen der Börse. Diese Operationen üben sogar einen Einfluß auf die Preisstellung der Produkte selbst aus. Ich habe in den Wochenberichten der „National-Zeitung“ oft darauf hingewiesen, wie schädlich es ist, wenn ein Industriepapier und seine Kursbewegung die Tendenz des Gesammtmarktes bestimmen darf. Weder an der Londoner noch an der Pariser Börse macht es Eindruck und regulirt die Kursentwicklung, wenn ein Eisenproduzent eine Quantität Eisen verschließt, wenn und wie die Eisen- und Kohlenpreise schwanken. Dies ist aber an den deutschen Börsen der Fall. An der Berliner Börse werden täglich die Nachrichten über irgend einen Abschluß von Kohlen oder Eisen, über den Ausfall einer Schienensubmission gesammelt, registrirt, gedeutet und

zur Gestaltung der Börsentendenz, zu starken Kursbewegungen ausgenutzt. Mehr als dies. Industrielle und Eisenhändler spekuliren in großem Umfange in Eisenwerthen und regeln oft die Preise ihrer Produkte nach Lage ihrer Börsenoperationen. In einer Eisensubmission offerirt man 10000 Tonnen Eisen um 1 oder 2 Mark pro Tonne billiger, wenn man eine zehnfach größere Summe Eisenwerthe auf Zeit abgegeben hat. Denn die Preisherabsetzung um 1 bis 2 Mark für die Tonne übt gewöhnlich einen deroutirenden Einfluß auf die Kurse der Eisenwerthe aus und der Erfolg der Baisseoperationen ersetzt ums Vielfache den Schaden, den eine niedrige Offerte in der Submission dem Offerenten zufügt. Der Händler schränkt beispielsweise die Nachfrage für Eisen und Kohlen ein, um einen Preisfall zu bewirken, der seinerseits den Kurs der Kohlen- und Eisenwerthe affizirt, was ihm Vortheile bringt, wenn er vorher eine Baisseoperation gemacht hat. Leere der Läger und dann plötzliche Füllung derselben bringt unreguläre Preisbewegungen für die Produkte selbst. Eine Verdrängung der Industriepapiere aus dem Ultimoverkehr erscheint mir daher geradezu geboten.

Allerdings würde in der ersten Zeit der Preis ungeheuer schwanken, aber das würde sehr rasch vorübergehen. Die Lauraaktien haben ein Aktienkapital von 27 Millionen Mark. Tritt zum Ultimo ein starker Bedarf für Deckungen ein, so kann, wenn die Besitzer des Materials es festhalten, eine excessive Kurssteigerung entstehen. Anders ist es bei Papieren von Gesellschaften mit großem Kapital, 60 Millionen Mark und darüber. Da kann eine Einsperrung der Stücke nicht so leicht vollzogen werden. Es giebt davon immer sogenanntes schwimmendes Material, das sich gegen eine Miethe zu Gebote stellt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp** (der den Vorsitz übernimmt): Der Herr Sachverständige hat sich eben über das Verhältniß zwischen Industrie und Börse geäußert. Er hat augenscheinlich große Erfahrung auf diesem Gebiet. Ich möchte ihn deshalb fragen, ob er nicht der Ansicht ist, daß auch die Arbeiterverhältnisse durch diese Verbindung von Börse und Industrie in ungünstiger Weise beeinflußt werden können durch das stete Schwanken der Kurse. In der Presse — ich weiß nicht, ob auch in Ihrer Zeitung — ist wiederholt darauf hingewiesen worden, daß die Arbeiter, wenn die zukünftige Gestaltung eines Industriezweiges günstiger zu werden beginnt, die Werke aber noch keinen höheren Preis bekommen, mit dem Kurszettel zum Arbeitgeber hingehen und sagen: „die Kurse sind um 20, 30, 40 Prozent gestiegen; wir lesen alle Tage in den Zeitungen, daß die Aktien des Unternehmens sehr hoch stehen. Ihr gebt uns aber keinen höheren Lohn.“ Von mancher Seite wird sogar behauptet, der 1889er Streik sei nicht zum geringsten Theil auf Transaktionen an der Börse zurückzuführen. Hat der Herr Sachverständige in dieser Beziehung Erfahrung, und möchte er uns Auskunft darüber geben?

Sachv. Dr. **Basch:** Wir wollen nicht so weit gehen, anzunehmen, daß die Streiks etwa von der Börse veranlaßt worden wären.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist ein Mißverständniß Ihrerseits; ich sprach nur von dem etwaigen Zusammenhang zwischen Kurstreibereien und Streiks.

Sachv. Dr. **Basch:** Daß in der That die Arbeiter durch die Schwankungen der Kurse, namentlich durch die Preissteigerung, verführt werden, große Forderungen zu stellen, die die Industrie nicht erfüllen kann, ist ganz richtig. Daß die Industrie mit der Börse nothwendig Verbindungen unterhalten muß, erkenne ich an. Sie muß mit Banken und Bankhäusern finanzielle Beziehungen haben; aber es ist nicht nöthig, daß in Industriepapieren ein Terminhandel besteht.

Freiherr **von Huene:** Die früheren Herren Sachverständigen haben darauf hingewiesen, daß man den Ultimohandel damit begründen könne, daß die Preisschwankungen gemildert werden. Der Herr Sachverständige hat uns auch gesagt: zu Anfang würden die Schwankungen größer werden, wenn die Industriepapiere nur per Kasse gehandelt würden. Der Preis ist abhängig von Angebot und Nachfrage; wenn das Angebot sehr stark erscheint an einem bestimmten Tage, am nächsten Tage aber die Nachfrage, so kommen große Kursschwankungen, während beim Ultimogeschäft dann eine Ausgleichung eintritt. Das kann man sich wohl denken.

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn ich Besitzer von Industrieaktien wäre, so würde ich nach einem bekannten Worte vielleicht gut essen aber nicht gut schlafen können. Das Zeitgeschäft in Industriepapieren wird von einem Nachrichtenapparat begleitet, den die Spekulation fast jeden Tag in Bewegung setzt. Täglich werden Gerüchte fabrizirt, die die größten Schwankungen der Kurse hervorrufen. Beim Kassageschäft treten wohl auch Schwankungen ein, aber nicht so häufig. Hier regulirt mehr die Nachfrage und das Angebot den Kurs, mehr die Wägung des inneren Werthes eines Papiers. Die Spekulation intra et extra muros wählt gerade das Gebiet der Industriepapiere zum Tummelplatz. Handelte es sich um Industriepapiere mit einem Aktienkapital von 100 Millionen Mark, dann würde das Zusammengehen des Kapitals, als Besitzer des Materials, mit der Spekulation Ausschreitungen eher verhindern können. Die Laurahütte besitzt ein Aktienkapital von 27 Millionen Mark, der Bochumer Gußstahlverein 21 Millionen Mark, wie leicht kann eine Koterie von Spekulanten ihre Hebel einsetzen und die Kursbewegung willkürlich nach ihren Interessen lenken. An der Londoner Börse beherrscht nicht, wie es in Berlin der Fall ist, die Stimmung für ein Industriepapier den ganzen Markt.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen doch darauf aufmerksam machen, daß in London fast gar kein Kassageschäft ist. Alle Ordres werden per nächste Liquidation ertheilt.

Sachv. Dr. **Basch:** Das weiß ich, aber diese Art Liquidation ist nur eine formelle Erleichterung des Geschäfts, sie verdeckt nur die Natur des Kassageschäfts.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob nach seiner Erfahrung nur bei solchen Papieren, die per ultimo gehandelt werden, solche Gerüchte vorkommen, ob nicht auch bei Papieren, die per Kassa gehandelt werden, das ebenso geschehen kann. Haben nicht in einem bekannten kürzlich verhandelten Prozeß gerade diese Gerüchte eine große Rolle gespielt, die sich ausschließlich auf Papiere bezogen, welche per Kassa gehandelt werden?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe ausdrücklich erklärt, daß in Kassapapieren auch ein Spiel getrieben werden kann, daß Kassapapiere auch Kursschwankungen haben, aber die Gerüchte sind auf diesem Gebiete nicht so häufig, sie kommen da nicht alle Tage vor. Für Industriepapiere, die auf Zeit gehandelt werden, kommen jeden Augenblick Gerüchte. Es werden Kombinationen gemacht, die man zu beurtheilen nicht in der Lage ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich wollte den Herrn Sachverständigen noch fragen, ob er einen Unterschied zwischen Bank- und Industriepapieren macht. Er schien Anfangs diesen Unterschied machen zu wollen. Von anderer Seite ist ein Unterschied dahin gemacht, daß man sagt: Lokalpapiere sind zum Terminhandel nicht geeignet, während diejenigen, die zur internationalen Zahlungsausgleichung dienen, zum Terminhandel zugelassen werden müßten. Ich möchte den Herrn Sachverständigen

bitten, und auch seine Ansicht über den Terminhandel in Bankaktien klar zu legen.

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn Banken ein großes Aktienkapital besitzen, sagen wir 60 Millionen Mark und darüber, dann sind sie ihres lokalen Charakters entkleidet. Commanditantheile dürfen beispielsweise schon als ein im internationalen Verkehr stehendes Papier betrachtet werden. Die Aktien großer Banken eignen sich zum Terminhandel.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich nehme an, daß Ihnen die staatliche Mitwirkung für die Zulassung nicht erwünscht wäre. Würden Sie es aber nicht für zweckmäßig halten, daß die Grundsätze für die Zulassung für sämmtliche deutsche Börsen einheitlich sind?

Sachv. Dr. **Basch:** Einheitlich.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie soll das geschehen, wenn keine staatliche Behörde zu entscheiden hat?

Sachv. Dr. **Basch:** Die Börsenordnung findet ja eine staatliche Anerkennung. Wenn ich überhaupt sage, daß die Börse eine korporative Form haben soll, so ist eine Staatsaufsicht gegeben.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann können wir zu 7 übergehen, zu den Vorschlägen, dem Börsenspiel entgegenzuwirken.

Sachv. Dr. **Basch:** Wir können gleich die Unterabtheilung kombiniren. Es handelt sich darum, das Publikum so viel wie möglich vom Börsenspiel abzuhalten. Ich würde sagen, daß alle Kassageschäfte mit einem geringeren Einschuß als 50 Prozent innerhalb 5 Tagen regulirt werden müssen. Wenn 50 Prozent Einschuß gegeben werden, dann ist von vornherein die Absicht ausgeschlossen, daß das Geschäft ein Differenzgeschäft sei.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn ich unterbrechen darf, Sie wünschen, daß alle fünf Tage regulirt werden soll. Sie wollen also eine bestimmte Frist. Wenn nun aber die Prolongation zugelassen wird, würde dann überhaupt eine wesentliche Aenderung des gegenwärtigen Zustandes eintreten?

Sachv. Dr. **Basch:** Bei 50 Prozent Einzahlung können Sie sicher sein, daß aleatorische Geschäfte nicht so leicht gemacht werden. Anders ist es bei einem geringen Einschuß.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich gebe das vollständig zu, aber auf der anderen Seite würde einem derartigen Vorschlag das Bedenken entgegengestellt werden, daß man damit in die Vertragsfreiheit eingriffe. Wenn eine kreditwürdige Persönlichkeit von einem respektablen Bankhaus sich Effekten kaufen läßt ohne einen derartigen Einschuß, weil im Allgemeinen dieser Kredit dem Bankhaus eine genügende Sicherheit gewährt, so würde dann ein Grund zu einem derartigen Eingriff der Gesetzgebung nicht vorliegen. Man könnte wenigstens den Eingriff für nachtheilig erachten.

Sachv. Dr. **Basch:** Wollen Sie das Publikum schützen, so ist es mit halber Arbeit nicht gethan. Ich ehre die Vertragsfreiheit und lasse sie nicht unnöthiger Weise antasten. Wird sie aber nicht überhaupt in dem Erwerbsleben, in der Gesetzgebung alltäglich beschränkt? Es giebt ein erziehliches Moment, das in der Volkswirthschaft durchaus nothwendig ist. Unser Land ist nicht mit so reichen Naturschätzen bedacht, wie Frankreich, nicht wie England, das außerdem in Folge seiner kolonialen Entwicklung zu großem Reichthum gelangt ist, diese können Verluste leichter ertragen. Das preußische Volk hat sich aber nur durch harte Arbeit, Energie und Sparsamkeit emporgearbeitet. Es darf nicht schwer Errungenes durch leichtsinniges Spiel verlieren; es soll daran gewöhnt werden, nach

im Effektenverkehr zu operiren, wie man im Waarenverkehr es für das Richtigste hält, Kauf und Verkauf per Kassa oder mit äußerst kurzem und eingeschränktem Kredit.

Stellvertr. Vorsitzender: Welche Rechtsnachtheile würden Sie daran knüpfen, wenn der Einschuß weniger als 50 Prozent ist. Soll das Geschäft nichtig sein?

Sachv. Dr. **Basch:** Das Geschäft ist nichtig. Zunächst ist der Kommittent verpflichtet, für den Schaden einzustehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich verstehe den Herrn Sachverständigen noch nicht recht. Es soll kein Kassageschäft giltig sein, bei welchem nicht ein Einschuß von 50 Prozent gegeben wird?

Sachv. Dr. **Basch:** Es soll jedes Kassageschäft giltig sein, wenn es innerhalb der von mir angegebenen Zeit regulirt wird. Wir müssen nur dahin streben, den Kauf auf Kredit, auf ungemessenen Kredit zu beschränken. Dieser hat viel Unheil angerichtet, die Börsenkatastrophe des vorigen Jahres verschärft und dem Nationalvermögen innerhalb kurzer Zeit Verluste von beinahe 1 Milliarde Mark beigebracht. Ich stelle das Institut der Börse so hoch, daß ich es gern vor allen Anfechtungen in der öffentlichen Meinung wahren möchte. Wie hat sich diese nicht gegen die Börse gewendet, eben weil man wahrnahm, wie die breitesten Schichten der Bevölkerung am Börsenspiel sich betheiligten und viel — einbüßten. Streben wir danach, die Form des Verkehrs an der Börse mit den sozialen Anschauungen der Gegenwart in Einklang zu bringen. Es stehen Erschütterungen und Kämpfe bevor, da soll die Börse als ein nothwendiges, unentbehrliches Institut so gerüstet dastehen, so daß sie nicht leicht anzutasten ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn das Bankhaus nun potente Kunden hat, deren Kredit sicher ist?

Sachv. Dr. **Basch:** Sie meinen, er kann Kredit nehmen. Allerdings, aber mit übermäßigem Kredit sollen Kassageschäfte nicht gemacht werden, sonst arten sie zu Ultimogeschäften aus. Wenn Sie das verhindern wollen, so müssen Sie irgend eine Grenze ziehen. Wie können Sie das anders als dadurch, daß zu einer gewissen Zeit ein Kassageschäft regulirt werden muß, wenn nicht eine Einzahlung in einer gewissen Höhe erfolgt ist? Geschieht das, dann wird auch die Frage wegfallen, ob ein Differenzgeschäft klagbar sein soll.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist doch ein merkwürdiger Standpunkt, daß ich keinen Kreditkauf in Effekten soll abschließen können.

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn Sie nicht eine solche Einlage verlangen, dann kann man mit einer Einlage von 5 Prozent, 10 Prozent kaufen, wie es ja bisher meistentheils geschah. Das wollen wir doch verhindern, es soll nicht nur mit dem Kredit des Bankiers gewirthschaftet werden. Die großen Bankiers haben es mit Leuten zu thun, die das anders halten. Aber die kleinen Bankiers, die haben in dieser Weise gewirthschaftet und damit viel Unheil angerichtet.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige hat den Ausspruch gethan, er wolle den gewöhnlichen Mann schützen, und zwar, wie ich annehme, im Gegensatz zum Verkehr unter Kaufleuten von Gewerbe. Er will also offenbar unterscheiden zwischen Kaufleuten von Gewerbe und allen solchen Käufern, deren Gewerbe das nicht ist. Ist das richtig?

(Sachv. Dr. Basch: Sehr richtig.)

Da möchte ich fragen, wo er das Kriterium, die Unterschiedslinie finden will, wie er sich das denkt. Denn darauf würde es doch ankommen.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich meine eingetragene Kaufleute.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte Sie bitten, die Frage zu beantworten, ob Sie sich darüber klar sind, ob und wie man diese Begriffe von einander trennen kann.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich kann das im Augenblick nicht genau formuliren. Ich denke mir aber die Sache so, daß ein solcher Unterschied entschieden möglich ist zwischen einem Privatmann und dem Händler an der Börse. Ich denke mir einen Unterschied zwischen Privatleuten, die nicht einkorporirt sind, die nicht Börsenhändler sind, und solchen, die einkorporirt sind, die ich als Börsenhändler bezeichne. Auch Privatleute, nicht einregistrirte, können Ultimogeschäfte machen, wenn sie dem Kommissionär Unterlagen in Baar oder Sicherheiten anderer Art gewähren, damit die Merkmale eines reinen Differenzgeschäfts von vornherein fehlen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich bitte um Verzeihung. Ich richtete die Frage darauf: wo fängt der Privatmann an, und wo fängt der Händler an, ob Sie darüber sich klar gemacht haben, wo juristisch diese Linie zu ziehen ist, ob Sie deutlich und klar diesen Gedanken ausdenken.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich kann hier bloß Andeutungen geben und sage, daß eine Unterscheidung zwischen Börsenhändlern, die einregistrirt sind, und Privatleuten, die nicht Börsenleute sind, zu ziehen wäre. Wie und in welcher Weise das zu geschehen hat, ist nicht meine Aufgabe.

Professor Dr. **Schmoller:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so schlägt er vor, bei jedem Kassageschäft sollen 50 Prozent eingezahlt sein, und er erwartet, daß hierdurch die schlimme Seite der Spekulation vermieden werde. Ich möchte nun fragen: Will er damit aussprechen, daß bei dem Ultimogeschäft die 50 Prozent nicht nothwendig sind? Denn da liegt doch die größere Gefahr, der Schwindel und Mißbrauch. Wenn beim Kassageschäft 50 Prozent eingezahlt werden müßten, so müßte beim Ultimogeschäft eine solche Beschränkung erst recht nothwendig sein.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe vorher gesagt, daß beim Ultimogeschäft Privatpersonen nur zugelassen werden sollen, wenn sie eine Sicherheit als Unterlage bei diesen Geschäften gewähren.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Vorhin ist mir nicht klar geworden, welche Rechtsfolgen der Herr Sachverständige sich als eintretend denkt, wenn, entgegen dieser gesetzlichen Bestimmung, nicht 50 Prozent eingezahlt werden. Sollen diese Geschäfte dann sämmtlich nichtig sein?

Sachv. Dr. **Basch:** Der Kommissionär soll das Recht haben, das Geschäft aufzulösen und sich aus dem Einschuß für den bei der Zwangsregulirung des Geschäfts entstandenen Verlust zu entschädigen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Wenn ein Geschäft nichtig ist, so würde der Richter erklären, das Geschäft ist überhaupt nicht abgeschlossen, es finden weder Rechte noch Pflichten statt. Das nennt man ein nichtiges Geschäft.

Sachv. Dr. **Basch:** Es braucht nicht nichtig zu sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir kommen auf diese Frage nachher noch, wenn wir den Herrn Sachverständigen über das Ultimogeschäft hören. Seine Ausführungen über das Kassageschäft bezweckten nur, zu verbieten, daß Kassageschäfte nicht zu verschleierten Ultimogeschäften würden. Da möchte ich beim Ultimogeschäft fragen, Sie denken sich, wenn Einer sagt, ich bin Börsenmann, so soll das Geschäft frei sein. Diese Geschäfte von registrirten Leuten wollen Sie von gar keiner Beschränkung abhängig machen, also auch von keinem Einschuß.

(Sachv. Dr. Basch: Nein.)

Diese wollen Sie für giltig erklären, und dafür den Begriff „Differenzgeschäft ganz bei Seite setzen.

Wie ist es aber mit dem, der nicht eingetragen ist. Soll da ein Geschäft, ein Ultimogeschäft, rechtlich absolut als nicht vorhanden gelten, oder soll es nur in Höhe des Einschusses als giltig gelten. Ist das die nothwendige Voraussetzung?

Sachv. Dr. **Basch:** Es soll der Ursprung des Geschäfts erkannt werden bei einem Privatmann, der ein Geschäft per ultimo abschließt. Er soll zu erkennen geben, daß das Geschäft nicht hinausläuft auf ein Wettgeschäft, indem er einen gewissen Prozentsatz des Betrags einzahlt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie wollen also eine Verpflichtung für den Nichteingetragenen, einen fest normirten Einschuß zu geben. Sollen diese Geschäfte über den Einschuß hinaus giltig sein?

Sachv. Dr. **Basch:** Dann würde der Fall eintreten, den man nicht als Wettgeschäft bezeichnen kann.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann würde nur thatsächlich geprüft werden, ob Spielgeschäft oder nicht? Das ist außerordentlich komplizirt.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn ich richtig verstanden habe, so würde gar keine Veränderung des bestehenden Rechtszustandes eintreten nach der Richtung, daß ein größerer Schutz für das Publikum gewährt wird. Sie würden die Geschäfte, die mit weniger als 50 Prozent Einlage gemacht sind, nicht hindern. Dann würden wir den bestehenden Rechtszustand aufrecht erhalten. Sie würden nur in Beziehung auf die anderen Geschäfte die Einrede beseitigen, die jetzt besteht, daß ein Wettgeschäft vorliegt. Im Uebrigen würde es beim Alten bleiben.

Sachv. Dr. **Basch:** Der Richter erkennt jetzt die Natur des Geschäfts, indem er die Vermögenslage des Kontrahenten prüft; ist diese nicht günstig, so liegt die Vermuthung eines reinen Spiels vor. Wenn der Privatmann eine gewisse Sicherheit bietet, so liegt eine Handhabe zur Beurtheilung vor, ob es ein Wettgeschäft ist, oder ein Geschäft, das auf Abnahme der Effekten hinausläuft.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist noch nicht klar geworden, wie Sie es halten wollen bezüglich derjenigen Geschäfte, die gemacht werden mit einem Einschuß, der geringer ist als 50 Prozent. Da würde — wenn ich Sie richtig verstanden habe — doch eine Aenderung des gegenwärtigen Rechtszustandes nicht eintreten. In jedem Fall würde der Richter zu prüfen haben, ob nach Lage der ganzen Verhältnisse ein klagbares Differenzgeschäft vorliegt oder nicht!

Sachv. Dr. **Basch:** Allerdings.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Vorschlag ist dem Bankier sehr viel günstiger, weil in allen Papieren ihm 50 Prozent Einschuß geleistet werden sollen.

Professor Dr. **Schmoller:** Die privatrechtlichen Folgen eines solchen Vorschlages sind eine Sache für sich. Ich möchte den Herrn Sachverständigen aber fragen: sein Ziel geht darauf hinaus, den kleineren und besonders unlauteren Bankiers ganz zu verbieten, Geschäfte zu machen mit Leuten ohne einen ordentlichen Einschuß: würde er da, um zu seinem Ziele zu kommen, nicht zu der Konsequenz schreiten müssen, daß der Bankier unter Strafe gestellt werden muß. Nur hierdurch würde dem Bankier unmöglich gemacht werden, für Jemand Spekulationsgeschäfte zu machen ohne einen erheblichen Einschuß. Ein Verbot ohne Strafklausel wirkt nicht und übt auch keine Abschreckung aus.

Sachv. Dr. **Basch:** Das dürfte die Konsequenz sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen nicht nöthigen, die juristischen Konsequenzen zu ziehen. Wichtig ist mir nur, daß er es für ausführbar und wünschenswerth erachtet, eine Scheidung zu machen bezüglich der Privatpersonen, die sich durch eine öffentliche Erklärung als börsenmäßig zu behandeln manifestiren wollen, und Anderen. Derselbe Gedanke ist schon schriftstellerisch dargelegt worden, und frühere Sachverständige waren darüber gefragt, große Bankiershäuser. Sie haben ihn als höchst seltsam bezeichnet und etwas ironisch behandelt. Ich glaube, der Herr Sachverständige würde möglicherweise, wenn er die Sache genau überlegt, zu der Konsequenz kommen, daß die Geschäfte Anderer nur in Höhe des geleisteten Einschusses Wirkung haben. Was gegeben ist, darf nicht zurückgefordert werden. Dazu brauchten wir keine Strafvorschrift. Es kommt mir vor, als ob Ihre Auskunft: bei diesen Geschäften soll der bestehende Rechtszustand bleiben, kein nothwendiger Inhalt Ihrer Ueberzeugung, sondern nur eine augenblickliche, durch die Fragestellung veranlaßte Antwort ist.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich kann meine Vorschläge nicht juristisch genau formuliren. Dazu bin ich nicht im Stande.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Was bezwecken Sie aber?

Sachv. Dr. **Basch:** Es soll eine gewisse Scheidung stattfinden zwischen den Börsenleuten, die frei nach allen Richtungen hin verfügen können, und Privatpersonen. Aber ich will diese nicht vom Ultimohandel entfernen. Es giebt viele Fälle, wo solche Geschäfte gemacht werden müssen. Ich brauche sie nicht erst aufzuzählen, sie sind ja bekannt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie denken so, daß gewisse Gesellschaftsklassen, die heute am Terminhandel theilnehmen, nach gewisser Richtung öffentlich deklariren, daß sie börsenmäßig behandelt werden wollen.

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist eine Frage, die bei der Zulassung zur Börse zu entscheiden wäre.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sagten, Sie wollten einen Unterschied zwischen Börsenleuten und Nichtbörsenleuten?

Sachv. Dr. **Basch:** Die sich inkorporiren lassen, die gehören zur Börse. Es kann sich Jeder inkorporiren lassen, wenn er die Bedingungen erfüllt, die für die Inkorporation gestellt werden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Meinen Sie, daß sich ein Geheimrath, ein Offizier inkorporiren lassen wird?

Sachv. Dr. **Basch:** Warum denn nicht?

Stellvertr. Vorsitzender: Weil er dann kaum seine Stellung behält!

(Heiterkeit.)

Wir können dann zur nächsten Frage übergehen.

Zu a, ob das Differenzgeschäft für nichtig oder unklagbar erklärt werden soll, haben Sie sich im Wesentlichen schon geäußert. Nun wäre die Frage zu stellen, ob man die Handelsangestellten bezüglich des Abschlusses von Geschäften beschränken soll (Unterfrage b). Sie würden nach Ihrer eigenen Auffassung zu den Privatpersonen gehören.

Sachv. Dr. **Basch:** Ja. Ich glaube, daß solche Geschäfte den Handelsangestellten schon durch das Handelsgesetzbuch verboten sind.

Stellvertr. Vorsitzender: Jawohl, mit der Beschränkung, daß . . .

Sachv. Dr. **Basch:** Daß die Resultate des Geschäfts dem Prinzipal zufallen.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist ein geringer Schutz. In den meisten Fällen treten Defrauden und Veruntreuungen erst dann ein, wenn das Geschäft ungünstig ausgefallen ist.

Sachv. Dr. **Basch:** Die Handelsangestellten würde ich zu Ultimogeschäften überhaupt nicht zulassen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann kämen wir zu c: ob Prämiengeschäfte für nichtig oder unklagbar zu erklären sind.

Sachv. Dr. **Basch:** Prämiengeschäfte haben allerdings oft eine Berechtigung. Sie vermindern das Risiko. Ich kann mich nicht ganz dagegen aussprechen. Sie arten häufig aus, aber sie haben andere Vortheile, so daß man nicht sagen kann, sie sind werthlos.

Stellvertr. Vorsitzender: Soll der Differenzhandel aber unter Strafe gestellt werden? (Unterfrage d.) Die Bestimmungen der Konkursordnung sind Ihnen wohl bekannt?

Sachv. Dr. **Basch:** Die Konkursordnung ahndet den Differenzhandel nur, wenn er zu einer Schädigung der Gläubiger geführt hat. Im Uebrigen habe ich mich bereits zu dieser Frage geäußert.

Stellvertr. Vorsitzender: Sollen diejenigen bestraft werden (Unterfrage e), welche unter wissentlicher Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit Termingeschäfte abschließen? Die Bestimmung ist nach Analogie des Wuchergesetzes gebildet.

Sachv. Dr. **Basch:** Für diese Bestimmung würde ich sein. Es ist aber auch eine schlimme Sache. Es müßte gerechter Weise auch die Verleitung zu Geschäften gestraft werden, die Gewinn bringen. Die Leute, die Verlust haben, werden immer solche Einreden machen.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie die Folgen auf Termingeschäfte beschränken?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde sie auf Termingeschäfte beschränken.

Stellvertr. Vorsitzender: Vom Standpunkt der Moral würde aber kein großer Unterschied zwischen spekulativen Termin- und Kassageschäften sein.

Sachv. Dr. **Basch:** Was die Unterfrage f angeht, so werden Sie mit einer Börsensteuer überhaupt nichts machen.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Erhöhung der Börsensteuer würde also Ihres Erachtens die Geschäfte in keiner Weise einschränken?

Sachv. Dr. **Basch:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Was die Nummer 8 angeht, die Lieferungsbedingungen, so haben sie sich wohl im Allgemeinen bewährt. Wenn Sie nicht besondere Erfahrungen gemacht haben, so können wir die Frage übergehen.

Sachv. Dr. **Basch:** Nein. Damit habe ich mich wenig befaßt.

Stellvertr. Vorsitzender: Auch bei Nummer 9 hat sich ergeben, daß von keiner Seite Beschwerden über die Einrichtung zur Erleichterung des Abschlusses und der Abwicklung von Termingeschäften in Effekten erhoben worden sind.

Sachv. Dr. **Basch:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann kämen wir zu Frage 10, zu der Kursfeststellung:

„Genügt das an den einzelnen Plätzen bestehende Verfahren bei Feststellung der Kurse — für Termin-

geschäfte und Kassageschäfte — seinem Zweck, oder bedarf dasselbe der Verbesserung eventuell in welchen Punkten?"

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist eine wichtige Frage. Ein Durchschnittskurs existirt nicht in London, New-York, Dresden.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte bemerken, daß wir über die thatsächlichen Verhältnisse, sowohl die hiesigen, als die auswärtigen, durch die anderen Herren ausreichend informirt sind.

Sachv. Dr. **Basch:** Eine einheitliche Notirung gewährt dem Kommittenten ein gewisses Gefühl der Gerechtigkeit. Man sagt sich, daß der Kurs kein willkürlich festgestellter ist, und man unterwirft sich dem gern. Es sollten aber kleine Beträge bei der Feststellung der Notiz nicht einwirken können. Bei unausführbaren Geschäften sollte der Notiz die Summe des Auftrags hinzugefügt werden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte darauf aufmerksam machen, daß man nicht Durchschnittsnotirung und Einheitsnotirung verwechseln darf.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich meine den Einheitskurs. Der Einheitskurs hat große Vortheile für sich, wenn kleine Aufträge ausgeschlossen werden, aber ich würde es doch vorziehen, wenn der Kurs jedes abgeschlossenen Geschäfts notirt wird, wie bei den Ultimogeschäften.

Stellvertr. Vorsitzender: Allerdings würden für die Abwicklung zwischen Kommissionär und Kommittenten große Schwierigkeiten entstehen, die aber überwunden werden können, wie sie beim Ultimohandel überwunden sind, wo wir auch eine Notirung der einzelnen Kurse haben.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Sie wünschen also, daß jeder Kurs notirt wird. Es wird ja thatsächlich beim Kassageschäft jetzt nur zum Einheitskurs gehandelt, nicht wahr?

Stellvertr. Vorsitzender: Das verprobirt zu der Herr Sachverständige. Es soll heißen: 10000 Konsols zu 100, 5000 zu 108 1/8, 500 zu 100 2/8 u. s. w.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Würde der Herr Sachverständige meinen, daß die Mißstände, die jetzt beim Ultimogeschäft hervortreten, nicht dann auch beim Kassageschäft hervortreten würden, daß namentlich der Kommissionär in der Lage sein würde, sich einen sogenannten Schnitt einzuheimsen? Und welches würde der Vortheil sein, bei der Art der Notirung des Herrn Sachverständigen?

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte bemerken, daß für das Publikum ein ganz anderes Bild entstände, wenn z. B. gesagt würde, daß die Polkeschen Fassonschmiede nur mit 2000 Mark gehandelt wurden: dann hätte diese Kursnotiz keinen so großen Werth.

(Sachv. Dr. Basch: Vollständig einverstanden.)

Ebenso, wenn eine hohe Notirung stattfindet, bezüglich anderer Effekten, wenn es heißt: 50000 Kommandit, verkauft zu 180, und 10000 zu 179 3/4, dann würden die Kommittenten die Sachen besser kontroliren können und sagen, du mußt ein schlechter Kommissionär sein, wenn es häufig vorkommt, daß du stets nur schlechte Kurse machst.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe schon erklärt, daß der Einheitskurs das Gefühl der Gerechtigkeit erweckt.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann käme Nummer 11, ob sich die Einführung einer einheitlichen Kurs- und Preisnotirung für sämmtliche Börsen empfiehlt. Die meisten Herren Sach-

verständigen haben sich für eine möglichst einheitliche Art der Notirung ausgesprochen, namentlich für ausländische Valuta.

Sachv. Dr. **Basch:** Jawohl.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir gehen dann über zu der Frage 13, welche das Maklerwesen betrifft. Ich bitte, sich darüber zu äußern, auch gleich über die Unterfragen.

Sachv. Dr. **Basch:** Der Makler muß als eine Persönlichkeit gelten, die eine offizielle Stellung einnimmt, eidlich zur strengen, parteilosen Ausübung seines Amtes berufen ist und daher volles Vertrauen genießt. An der Börse giebt es vereidete Makler, allein sie gerathen oft in die Lage, ihren Eid nicht genau zu halten. Wollen wir das nicht, so muß das vereidete Maklerwesen verlassen werden. Mein Ideal also ist: vereidete Makler, die kein selbstständiges Geschäft machen. Nun aber bietet die Praxis viele Schwierigkeiten. Das Aeltestenkollegium gab sich Mühe, das Maklerwesen in dem eben von mir angegebenen Sinne rein zu erhalten. Allein alle Bemühungen mißlangen. Wenn der Makler bei einem Auftrage keinen Gegenkontrahenten findet, so übernimmt er das Geschäft als Selbstkontrahent, indem er sich einen Strohmann sucht, der beispielsweise bei einem Verkaufsauftrag die Effekten übernimmt, um sie bei geeigneter Gelegenheit durch denselben Makler wieder abzustoßen. Beide sind im Einverständniß. Es würde nun vielleicht folgender Vorschlag der Sache eine Wendung geben. Die vereideten Makler dürfen nicht als Selbstkontrahent auftreten, es sei denn, daß sie dem Auftraggeber ausdrücklich erklären: diesen Auftrag führe ich als Selbstkontrahent aus, weil ich eine Gegenpartei nicht gefunden habe.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie würden also prinzipiell dafür sein, das Maklergewerbe zu einem Offizialgewerbe mit ausschließlichen Rechten und Pflichten zu machen.

Sachv. Dr. **Basch:** Ja.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Vorsitzende hat Ihnen gesagt, und ich glaube verstanden zu haben, Ihre Absicht sei, das Maklergewerbe zu einem Offizialgewerbe zu machen mit ausschließlichen Rechten und Pflichten?

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist mein Ideal.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Damit würden Sie aussprechen, daß Sie das Betreiben von Vermittlungsgeschäften durch Andere als vereidete Makler verhindern, und die jetzt bestehende Gewerbefreiheit beschränken wollen.

Sachv. Dr. **Basch:** Es handelt sich hier bloß um die Feststellung der Kurse, nicht um die Vermittlung von Geschäften, da an der Börse kein Anderer an der Feststellung der Kurse mitwirkt, als der vereidete Makler, nicht die Maklerbanken, die Maklerfirmen und die Pfuschmakler.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Wenn ich Sie richtig verstanden habe, wollen Sie diese alle verboten haben?

Sachv. Dr. **Basch:** Durchaus nicht. Ich spreche von vereideten Maklern, die allein berechtigt sind zur Feststellung der Kurse. Daß andere Leute auch handeln, kann nicht verboten werden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Das ist ungefähr der gegenwärtige Zustand. Zur Notirung der Kurse werden nur die vereideten Makler zugelassen. Ich glaube, daß Sie Anfangs viel weiter gehen und Geschäfte durch unvereidete Makler überhaupt verbieten wollen, daß Sie verbieten wollen, derartige Vermittlungsgeschäfte zu machen. Darum richte ich die Frage an Sie, ob Sie so weit gehen wollen, das zu verbieten

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe bereits erklärt, daß ich so weit nicht gehe. Die Praxis spricht dagegen. Ich sage bloß: zur Feststellung ist ein vereideter Makler nothwendig und er darf keine Selbstgeschäfte machen. Wenn das aber nicht verboten werden kann, so soll der Makler zwar befugt sein, ein Geschäft selbst zu kontrahiren, er muß aber offen dem Kommissionär erklären: diese Geschäfte übernehme ich selbst.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wie ich Sie jetzt verstehe, nehme ich an, Sie wollen die kursnotirenden Makler von bestimmten Grundsätzen des Artikels 69 für besondere Fälle frei lassen, aber Sie verlangen dagegen, daß dann der Betreffende bei Festsetzung des Kurses sagt: in diesem Fall habe ich selbst übernommen. Das wäre nur eine Zulassung von Ausnahmen gegenüber den Bestimmungen des Artikels 69. Als Sie zuerst sprachen, da glaubte ich, Sie wollten auf etwas Anderes hinaus und seien nur durch die Fragen zu Ihrer Einräumung bewogen.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe erklärt, daß das mein Ideal ist, daß die vereideten Makler nicht Geschäfte machen. Das ist aber in der Praxis nicht angängig, wenigstens äußerst schwierig. Für diesen Fall würde ich zulassen, daß der Makler selbst kontrahiren darf, wenn er es offen erklärt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie wollen also nichts weiter als ein Ventil schaffen. Ich verstand Sie anfangs nach einer anderen Richtung hin, die auch möglich ist, daß sämmtliche Vermittler, die an der Börse handeln, unter einer Aufsicht stehen, und daß sämmtliche Vermittler die Verpflichtung haben, wenn sie an der Börse vermitteln, sich der Bestimmung zu unterwerfen, des Selbstkontrahirens sich zu enthalten. Das wollen Sie nicht. Es wäre nicht nöthig zu sagen, daß das Geschäft anderenfalls ungiltig ist. Es wäre denkbar zu sagen: die Vermittlung soll vom Eigenhandel getrennt sein, nicht bloß bezüglich der den Kurs notirenden Vermittler, sondern bezüglich Aller, die überhaupt an der Börse vermitteln wollen.

Sachv. Dr. **Basch:** Das wäre, so erklärte ich, mein Ideal, das aber noch nicht zur Thatsache werden kann.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Zu dem Zweck wäre zu bestimmen, daß, wer an der Börse vermittelt, sich dieser Beschränkung unterwerfen muß bei Vermeidung der Verweisung des zuwiderhandelnden Maklers von der Börse.

Sachv. Dr. **Basch:** Gut wäre es.

Freiherr **von Huene:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, uns zu sagen, in welcher Form er sich die Erklärung denkt, daß die Makler als Selbstkontrahenten auftreten?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich gehe zum Makler und frage, ob er ein Papier zu 86 verkaufen kann. Er antwortet: ich habe keinen Nehmer, aber ich werde vielleicht einen finden, ich werde das Material selbst nehmen. Das soll er aber ausdrücklich sagen, damit der Kommissionär immer weiß, wer der Gegenkontrahent ist.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Herr Sachverständige ist von seinem Ideal sehr herabgekommen

(Heiterkeit),

indem er sich den Ausführungen des Herrn Präsidenten Wiener anschließt. Sie sagen also jetzt, daß Ihnen die Geschäftsvermittlung durch vereidete Makler am liebsten wäre, Sie wollen aber auch eine Geschäftsvermittlung durch unvereidete Makler zulassen, diesen dann aber keinen Einfluß auf die Notiz zugestehen, nach keiner Richtung hin.

Nun frage ich: was ist eigentlich die Notiz. Die richtige Notiz soll doch möglichst der Ausdruck der Gesammtheit aller

Geschäfte sein. Wenn Sie aber ausschließlich die durch die vereideten Makler geschlossenen Geschäfte berücksichtigen, ja lassen Sie einen großen Theil der Geschäfte täglich bei der Notiz unberücksichtigt. Ist das ein idealer Zustand?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich bin nicht von meinem Ideal herabgekommen. Ich lebe aber auch nicht in Wolkenkukuksheim und weiß, daß im Raume sich die Sachen stoßen, die Praxis das Ideal auf lange Zeit zurückdrängt. Die Vermittlung durch vereidete Makler kann dasselbe leisten, wie die Pfuschmakler. An der Börse kann nicht mehr Material angebracht werden, als gebraucht wird, und es kann nicht mehr gekauft werden, als angeboten wird. Sollte die „reine Vermittlung“ nicht dasselbe leisten können, wie die Pfuschmaklerei, und kann nicht dabei ebenso der Richtigkeit der Notirung Rechnung getragen werden, da dabei ja nur Angebot und Nachfrage die entscheidenden Faktoren bilden?

Stellvertr. Vorsitzender: Ich wollte bitten, sich gleich über Nummer 14 zu äußern (Maklerbanken).

Sachv. Dr. **Basch:** Die Maklerbanken kannte man vor 1871 nicht, sie wurden in diesem Jahre der spekulativen Hochfluth errichtet und verschwanden im Jahre des Niedergangs, 1873. Jetzt bestehen nur zwei Maklerbanken. Sie gewähren den Vortheil eines Rückhalts für die Kommissionäre, eines Rückhalts in Bezug auf die Sicherheit. Daher sind sie beliebt, allein viele Nachtheile begleiten sie. Sie regen mit ihren Schwärmen von Agenten zur Spekulation, auch schon wegen der Sicherheit, die sie als Kontrahenten bieten, an. Sie beherrschen den Markt und vermögen die Tendenz aber doch die Kursentwicklung zu beeinflussen, weil sie eine genauere Uebersicht über die „Positionen“ der Spekulanten gewinnen können. Ich möchte nur, daß eine Beschränkung für dieselben geschaffen werde dahin, daß die Agenten der Maklerbanken nicht aus Leuten mit einem unreifen Alter genommen werden, wie es jetzt der Fall ist.

(Widerspruch.)

Ich würde vorschlagen, daß ein gewisses Alter nöthig ist, um die Stelle eines Agenten zu bekleiden. Es giebt auch Maklerfirmen, die ein ganz freies Feld haben und die nur Courtage machen. Ich würde vorschlagen, daß die Zahl ihrer Agenten auf eine bestimmte Anzahl beschränkt wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie nicht darin einen Mißstand erblicken, daß Direktoren und Bankangestellte Mitglieder des Aufsichtsraths der Maklerbank sind und in Folge dessen in ihrer Eigenschaft eine Kenntniß der Engagements erhalten?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich würde sagen, daß Direktoren von Banken nicht gleichzeitig Aufsichtsrathsmitglieder sein sollen. Ihr Einfluß auf die Börsentendenz wächst bei solcher Stellung, weil sie eine größere Uebersicht über die spekulativen Verhältnisse erlangen.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Frage 15 betrifft die Zulassung zum Börsenbesuch. Würden Sie eine Bürgschaft für nothwendig halten?

Sachv. Dr. **Basch:** Eine Bürgschaft ist nothwendig, sie darf nur aber nicht sehr hoch sein, damit nicht die Börse zum Monopol der Reichen werde.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie die Wiederzulassung solcher Personen, welche ihre Zahlungen eingestellt haben, von dem Nachweis, daß sie unverschuldet in diesen Zustand gerathen, oder nur von dem Nachweis, daß sie ihre sämmtlichen früher unbezahlt gelassenen Verpflichtungen erfüllt haben, abhängig machen?

Sachv. Dr. **Basch:** Dieser Nachweis ist äußerst schwierig, er darf nicht zu weit ausgedehnt werden. So weit zu gehen, daß sämmtliche früheren Verpflichtungen erfüllt sein müssen, erscheint ungerecht.

Professor Dr. **Cohn:** Es ist der Eindruck — Sie haben lange Erfahrung auf diesem Gebiet

(Sachv. Dr. Basch: Zwanzigjährige.)

und Sie haben eine unparteiischere Stellung als die anderen Herren, die in ihrer Stellung als Börsenleute hier vernommen sind —, daß im Ganzen eine sehr weitgehende Milde geübt wird in der Handhabung der Vorschriften für die Suspension, Ausschließung u. s. w. Sind Sie der Ansicht, daß die bestehenden Vorschriften ausreichen?

Sachv. Dr. **Basch:** Es bestehen Vorschriften, und es ist auch anzunehmen, daß sich das Aeltestenkollegium nach diesen Vorschriften genau gerichtet hat. Aber im Verkehr des Lebens läßt sich nicht Alles machen, wie Gesetzgebung und Bestimmungen es verlangen. Ich weiß übrigens nicht, welche Fälle Sie meinen. Ich bin überzeugt, daß das Aeltestenkollegium stets die Ordnung aufrecht erhalten will, daß es dafür Sorge trägt. Ich bin dafür, daß die Vorschriften über die Zulassung zum Börsenbesuch verschärft werden sollen, aber nicht so weit, daß die Nichtverschuldung allgemein untersucht werden soll. Es kann Jemand insolvent sein, und nach einer gewissen Zeit ist er im Stande, sich zu restituiren. Er hatte niemals aufgehört, zu den ordentlichen Leuten gerechnet zu werden.

Professor Dr. **Cohn:** Ich wollte ganz allgemein wissen Angesichts der mannigfaltigen Mißstände, ob die bestehenden Vorschriften ausreichen, solche Mißstände zu beseitigen, wie die Anwesenheit gewisser Kategorien von Persönlichkeiten an der Börse, die Theilnahme der jungen Kommis an der Spekulation, und ob nicht diese Dinge schon jetzt anders sein könnten, wenn die aufsichtsführende Behörde ein höheres Maß von Strenge walten ließe und nicht Neigung zur übermäßigen Milde hätte.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich glaube, daß die bestehenden Bestimmungen, soweit ich sie kenne, dem Aeltestenkollegium kein zu weit gehendes Recht geben. Ich bin überzeugt, es hat alle möglichen Anläufe gemacht, um die Ordnung aufrecht zu erhalten, es ist aber unmöglich, wenn nicht die vielen Parasiten der Börse weggeschafft werden, die Börse gereinigt und korporativ organisirt wird. Von dem Börsenbesucher muß man sagen können: er paßt zur Börse.

Professor Dr. **Cohn:** Ihre Ansicht geht also dahin, daß die Zulassung zur Börse unter Kautelen gestellt, daß sie in höherem Maße beschränkt wird?

Sachv. Dr. **Basch:** Ja. Ich muß sagen, daß oft auch zu viele Persönlichkeiten von Bankiers zum Dienste an der Börse herangezogen werden. Das sind Dinge, für die das Aeltestenkollegium ein praktisches Verständniß haben sollte. Ich kann ja keine genaue Direktive geben, ich sage aber, daß die korporative Verfassung der Börse so eingerichtet sein soll, daß viel weniger Personen zur Börse zugelassen werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte bemerken, daß bisher seitens der Börsenvertretung Anträge an die Aufsichtsbehörde auf Verschärfung der Bestimmungen nicht gestellt sind.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Thatsächlich aber war es der Fall.

Stellvertr. Vorsitzender: Unerfüllt gebliebene Wünsche? Die Wünsche, die herangetreten sind, sind erfüllt worden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es ist aber thatsächlich der Wunsch an die Aufsichtsbehörde um Verschärfung

der früheren Bestimmungen herangetreten und auch damals zugebilligt worden.

Stellvertr. Vorsitzender: Ueber die gegenwärtigen Vorschriften hinaus sind keine Wünsche an die Staatsaufsichtsbehörde herangetreten?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Bis jetzt noch nicht, nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Ist das ehrengerichtliche Verfahren noch weiter auszubilden? (Frage 16.)

Sachv. Dr. **Basch:** Ich meine, daß ein ehrengerichtliches Verfahren äußerst nothwendig ist. Das Urtheil des Ehrengerichts muß inappellabel sein. Es muß sich beziehen auch auf kaufmännische Vorgänge außerhalb der Börse. Wenn Klagen über ein kaufmännisches nicht zu billigendes Verfahren zur Kognition des Aeltestenkollegiums kommen, soll das ehrengerichtliche Verfahren eingeleitet werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist die Frage angeregt worden, ob die Vertreter der Börsenpresse dem ehrengerichtlichen Verfahren ebenfalls zu unterwerfen sind?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich erkläre mich nicht solidarisch mit der Presse. Ich erkenne keine Innung oder Zunft an, die man Presse nennt; ich kenne nur Mitarbeiter an einer Zeitung. Wenn ich für die Freiheit der Presse spreche, spreche ich für die Freiheit, alle Nachrichten zu geben, wie sie der Zeitung gebracht werden, ferner sich zu informiren über Alles, was vorgeht. Wir sind an der Börse nur Gäste; das muß insofern geändert werden, daß, wenn ein Verfahren gegen uns eingeleitet wird, wir dieselben Rechte genießen müssen, wie die, die zur Börse gehören. Wir sind jetzt vollständig vogelfrei. Das Aeltestenkollegium hat einmal gegen einen Angehörigen der Presse ein Verfahren eingeleitet, und zwar in einem Fall, wo ein größerer Schaden durch einen Bericht, der ein Haus betraf, diesem hätte entstehen können, und es vielleicht dadurch gestürzt worden wäre. — Es hat sich in diesem Fall durch ein Verfahren geholfen, das vielleicht nicht vollständig korrekt war, aber sonst kenne ich keinen Fall, daß das Aeltestenkollegium die Freiheit der Presse beschränkt hätte. Dafür, daß die Presse außerhalb der Börse ebenfalls dem ehrengerichtlichen Verfahren in allen Fällen unterworfen werden soll, kann ich mich nicht entscheiden. Ich habe nicht gewußt, daß dieses Verfahren so weit ausgedehnt werden soll. Das wäre ein vollständiger Eingriff in die Preßfreiheit.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte zu dieser Fragestellung noch einige Erläuterungen geben. Der Herr Sachverständige ist der Ansicht, daß die Presse ein Recht zum Besuch der Börse haben soll. Dann wird man die Kautel setzen müssen, daß bei Mißbrauch des Rechts für die Entfernung derjenigen Persönlichkeiten, die das Recht gemißbraucht haben, zu sorgen ist. In dieser Beziehung ist die Anregung gegeben, auch Vertreter der Presse unter das ehrengerichtliche Verfahren zu stellen in Bezug auf ihre Börsenthätigkeit. Wenn also z. B. ein Kurszettel von der Presse herausgegeben wird, der unrichtige Angaben enthält zu dem Zweck, die unanständige Spekulation zu begünstigen, und wenn die Presse an der Börse mit falschen Nachrichten operirt —

Sachv. Dr. **Basch:** Wie ist das möglich?

Stellvertr. Vorsitzender: Auch ein Mitglied der Presse kann an der Börse eine falsche Nachricht verbreiten.

Sachv. Dr. **Basch:** Das gebe ich zu. Da müßte er allerdings einem ehrengerichtlichen Verfahren sich unterwerfen.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich wollte fragen, ob Sie eine solche Bestimmung für nothwendig halten.

Sachv. Dr. **Basch:** Soweit sie sich auf die Thätigkeit der Presse an der Börse selbst bezieht, ja.

Stellvertr. Vorsitzender: Natürlicher Weise kommt auch das in Betracht, was nachher auf Grund der Mittheilung gedruckt wird. Wenn die Zeitung einen falschen Kurszettel herausgiebt und druckt: „Laurahütte stark steigend", und es stellt sich heraus, daß das absolut unrichtig ist, und die Betreffenden es gewußt haben, aber bezweckten, derartige Spekulationen zu unterstützen, so scheint mir ein Vorgehen gegen sie gerechtfertigt zu sein.

Sachv. Dr. **Basch:** Das geht zu weit. Ich weiß wohl, daß Sie meinen: die Presse will ihre Freiheit in keiner Weise sich beschränken lassen. So denke ich nicht, denn ich kenne die Schwere der Verantwortlichkeit, die die Presse übernehmen und tragen muß. Ich gehöre einer Zeitung an, die dieser Verantwortlichkeit volle Rechnung trägt. Das geht doch aber zu weit, wenn ein Mitglied der Zeitung Gerüchte registrirt, die an der Börse umlaufen, und wenn sie sich als falsch erweisen, dafür ehrengerichtlich belangt werden soll. Gegen die mala fides schützt ein Paragraph des Aktiengesetzes.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Ich glaube den Herrn Sachverständigen dahin verstanden zu haben, daß er sagt: die persönliche Thätigkeit des Journalisten an der Börse, die Verbreitung von Nachrichten kann Veranlassung dazu geben, daß seitens der Börse gegen ihn vorgegangen wird, dagegen kann ein Zeitungsartikel niemals ein ehrengerichtliches Verfahren veranlassen. Er sucht eine scharfe Grenze zu ziehen, über welche hinaus die ehrengerichtliche Thätigkeit nicht ausgedehnt werden kann. Er geht im Allgemeinen von dem Grundsatz der Freiheit der Presse aus; es kommt dabei in Betracht, und ich bitte, sich darüber auszusprechen. Liegt nicht die Gefahr vor, daß die Ausdehnung der ehrengerichtlichen Thätigkeit auf Zeitungsartikel seitens der Börse dazu gemißbraucht werden kann, eine berechtigte Kritik, die seitens der Presse geübt wird, unter Umständen zu unterdrücken?

Sachv. Dr. **Basch:** Gewiß. Das Aeltestenkollegium würde dann ja entscheiden können, was wir in der Zeitung bringen und was wir nicht bringen können. Ich sage, es giebt einen § 249d, der einschreitet, auch wenn eine Zeitung eine falsche Nachricht bringt, und das ist genügend. Die Mitglieder der Zeitung gehören nicht zur Korporation der Kaufleute. Das Ehrengericht entscheidet aber über kaufmännisches Thun; wie darf es über unsere geistige Thätigkeit entscheiden wollen?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige hat gesagt, er wünsche die Ausbildung eines ehrengerichtlichen Verfahrens mit sehr weitgehenden Vorschriften, mit völliger Ausschließung, das gegen die Mitglieder der Börse auch angewandt werden kann wegen ihres geschäftlichen Verhaltens außerhalb der Börse.

(Sachv. Dr. Basch: Jawohl.)

Würde dann nicht gegen diese Mitglieder der Börse eine Instanz mehr gebildet werden wie gegen jeden anderen Menschen?

Wenn ein Mitglied der Börse, welches der Meinung ist, daß ein außerhalb stehendes Nichtmitglied der Börse in Bezug auf sein geschäftliches Verhalten sich schlecht benommen habe, ist er nicht in der Lage, diesen außerhalb der Börse stehenden Mann vor das Schiedsgericht zu fordern. Dagegen ist der Außerhalbstehende wieder, wenn ich Sie richtig verstanden habe, in der Lage, den Börsenbesucher vorzufordern.

Es wäre eine Einleitung des ehrengerichtlichen Prozesses zwar einem Mitgliede der Börse gegenüber möglich, nicht aber einem außerhalb stehenden Anderen gegenüber. Wie würde der Herr Sachverständige das mit der Gerechtigkeit vereinen, mit den Grundsätzen, daß für besondere Kategorien von

Menschen ein ganz besonderer Gerichtshof nur gegen sie gelten soll?

Sachv. Dr. **Basch:** Dafür bildet die Börse eine Korporation, die für sich abgeschlossen ist, deren Mitglieder die Ehre der Korporation wahren müssen. Ich versichere Sie, daß die Börse im Ansehen des Volks wachsen wird, daß die Geschäfte sich sogar vermehren werden, wenn sie eine so weit gehende Aufsicht über ihre Mitglieder hat. Man wird natürlich das ehrengerichtliche Verfahren nicht bei jeder Lappalie einleiten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es ist ausdrücklich zu unterscheiden zwischen demjenigen, was an der Börse geschieht, und dem Verhalten außerhalb der Börse. Sie selbst haben gesagt, daß das geschäftliche Verhalten von dem privaten Verhalten zu scheiden sei. Es existirt etwas Aehnliches an der Londoner Börse. Da haben sie ein derartiges Schiedsgericht, das kann auf die Klage eines Mitglieds der Korporation einen Anderen ausschließen, da muß er auch die Folge tragen. Für den Fall einer Klage, die von einem nicht zur Korporation Gehörenden erhoben ist, ist auch die Möglichkeit eines ehrengerichtlichen Verfahrens zugelassen, aber nicht ein Zwang eines ehrengerichtlichen Verfahrens, und die Einleitung eines ehrengerichtlichen Verfahrens hat immer den Endrefrain, daß dieser außerhalb der Börse stehende Kläger sich dann in dieser Sache unbedingt und endgiltig mit Ausschluß jeder Appellation dem Schiedsgericht unterwerfen muß; wäre das nicht mindestens einigermaßen Gleichheit. Würde sonst dem Herrn Sachverständigen das nicht sehr plausibel sein, daß eine Partei sich zuerst an das Schiedsgericht wendet und, wenn sie abgewiesen wird, an das öffentliche Gericht?

Sachv. Dr. **Basch:** Inappellabilität halte ich für nothwendig.

(Reichsbankpräsident Dr. Koch übernimmt wieder den Vorsitz.)

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte bloß eine Bemerkung anschließen. Vom Schiedsgericht haben wir zwar nicht gesprochen, sondern vom Ehrengericht. Ich wüßte nicht, was das für eine Bedeutung haben soll, daß der Denunziant oder Kläger sich dem ehrengerichtlichen Spruch unterwerfen soll. Wir gehen von der Voraussetzung aus, daß jedes Mitglied der Korporation durch seinen Eintritt sich in die Lage bringt, einer Kritik mit der Wirkung disziplinarischer Strafen vom Verweis an bis zum Ausschluß in Bezug auf sein geschäftliches Verhalten sich zu unterwerfen in Betreff von Geschäften, welche der Börse angehören. Ja natürlich kann dem nicht unterworfen sein, der nicht der Börse angehört. Was das für eine Reziprozität sein soll, die denjenigen trifft, der nicht Börsenbesucher ist, das ist mir nicht ganz klar.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte darauf bemerken: indem das Ehrengericht der Börse ausspricht: dieses Mitglied der Börse hat sich in dem und dem Fall so und so verhalten, daß es der Ehre des Standes zuwider gehandelt hat — so ist doch in diesem Fall für den Zivilrichter die Grundlage gegeben, von diesem Gesichtspunkt aus die Handlungsweise des Betreffenden zu beurtheilen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Er kann doch möglicherweise gar keinen Zivilrichter anrufen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** In der Regel wird es doch diesen Hintergrund haben. In der Regel ist der Verlauf doch so, daß irgend wer geschädigt ist, zuerst sich an das Ehrengericht wendet und dann einem Zivilprozeß anstrengt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich kann mir eine Vorschrift denken, worin gesagt ist, was contra bonos mores ist, erzeugt keine Verpflichtung. Das wäre zu überlegen. Aber das würde doch zunächst nicht angehen, daß ein derartiges

Urtheil bindend für die zivilrechtlichen Verhältnisse absolvirend oder kondemnirend feststellen sollte, ob die Handlung contra bonos mores sei. Die Aufgabe eines Ehrengerichts kann das natürlich nicht sein.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Ich nehme an, daß es sich bei der Frage 16 nur um eine solche Einrichtung handelt, wie sie hinsichtlich der Rechtsanwälte schon gegenwärtig gesetzlich besteht, und wie sie hinsichtlich der Aerzte von einem großen Theil der Aerzte erstrebt wird. Ich glaube, das hat der Herr Sachverständige gemeint.

Sachv. Dr. **Basch:** Das meine ich auch.

Vorsitzender: Mit welchen Befugnissen?

Sachv. Dr. **Basch:** Es soll inappellabel sein.

Vorsitzender: Und in subjektiver Hinsicht?

Sachv. Dr. **Basch:** Die Mitglieder der Zeitung gehören nicht zur Korporation, sind nicht Börsenleute, die sind nichts als geduldete Gäste. Auf diese kann das Ehrengericht nicht ausgedehnt werden, nicht auf Nachrichten, die in der Zeitung abgedruckt sind. Das wäre ein Eingriff in die Freiheit, zu verbieten, Thatsachen zu erwähnen und Nachrichten zu verbreiten. Gegen Betrug kann § 249 d angewendet werden.

Vorsitzender: Es ist möglich, daß ein Vertreter der Presse sich unpassend beträgt.

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn er sich unpassend beträgt in Bezug auf Ordnung der Börse, und in Bezug auf die Korporation selbst irgendwie Nachrichten bringt, die ehrenrührig sind, dann gehört das zur Kompetenz des Ehrengerichts.

Vorsitzender: Das läßt sich auch wohl auf Zeitungsartikel anwenden, die anonym erschienen sind; man weiß ja in der Regel ziemlich genau, von wem sie herrühren.

Sachv. Dr. **Basch:** Dann könnte nur ein gerichtliches Verfahren gegen den verantwortlichen Redakteur eingeleitet werden.

Graf **von Arnim:** Ich wollte fragen, ob der Herr Sachverständige nicht meint, daß das ehrengerichtliche Verfahren stellenweise etwas schärfer sich gestalten und vielleicht auch häufiger zur Anwendung kommen würde, wenn ein Staatskommissar diesem Ehrengericht entweder präsidirte oder beiwohnte. Es sind doch Fälle bekannt, wo das Ehrengericht gut gethan hätte, einen oder den anderen der Besucher der Börse zu belangen. Das ist nicht geschehen. Da liegt die Frage nahe, ob man vielleicht durch die Theilnahme des Staatskommissars das Ehrengericht zuweilen zu einem schärferen Vorgehen veranlassen könnte.

Sachv. Dr. **Basch:** Da eine korporative Behörde immer unter Staatsaufsicht steht, kann die Staatsbehörde eingreifen und die Börsenvorstände zu einer Maßnahme auffordern. Dazu braucht es nicht eines besonders angestellten Staatskommissars.

Vorsitzender: Von früheren Sachverständigen ist der Syndikus vorgeschlagen, der gewissermaßen die Rolle des Staatsanwalts übernehmen soll.

Sachv. Dr. **Basch:** Das Verfahren können Sie einrichten wie bei den Anwälten.

Vorsitzender: Mancherlei Fälle sind hier zur Sprache gekommen von unanständiger Reklame. Soll das dem Ehrengericht unterliegen?

Sachv. Dr. **Basch:** Gewiß.

Vorsitzender: Daß das eine praktische Einrichtung sein würde, stellen Sie nicht in Abrede?

Sachv. Dr. **Basch:** Durchaus nicht.

Vorsitzender: Ueber die Organisation wollen Sie sich nicht aussprechen?

Dann gehen wir über zu Frage 17:

„Sollen bestimmte staatliche Organe mit der Aufsicht über die Börse betraut und welche Funktionen sollen ihnen dabei übertragen werden?"

Sachv. Dr. **Basch:** Nein, ich bin nicht dieser Ansicht. In Wien ist ein Staatskommissar an der Börse anwesend, aber das Treiben in Wien ist kein besseres; der Staatskommissar hat es niemals verhindern können.

Vorsitzender: Sie meinen, die staatliche Aufsicht hat keinen Vortheil?

Sachv. Dr. **Basch:** Sie hat keine Vortheile. Wir haben ein Beispiel in den jüngsten Tagen gehabt, wo der Staatskommissar an der Wiener Börse eine wilde Bewegung nicht verhindern konnte, als das Gerücht sich verbreitete, der Kaiser von Oesterreich hätte von Krieg gesprochen. Der Staatskommissar konnte das nicht verhindern.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** In diesem Fall hat die Anwesenheit des Staatskommissars aber sehr schnell zur Aufklärung beigetragen. Dieses Beispiel wird also nicht gut verwerthet werden können. Im Uebrigen möchte ich mich darauf beschränken, an den Herrn Sachverständigen die Frage zu richten, ob nicht eine von der Börse unabhängige Instanz eingesetzt werden muß, welche gewissermaßen die Funktion des Staatsanwalts beim Schiedsgericht zu übernehmen hätte, ob es nicht nothwendig ist, die Verfolgung von rechtswidrigen Handlungen in die Hand einer unabhängigen Instanz zu legen.

Sachv. Dr. **Basch:** Soweit ich mich erinnere, giebt es eine solche Instanz, deren Ausspruch appellabel ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Darf ich mir eine Bemerkung erlauben? Herr Geheimrath, Sie sagten: das Schiedsgericht, meinten Sie nicht Ehrengericht?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Natürlich meinte ich das Ehrengericht. Bei den Anwälten ist es auch so, daß ein Staatsanwalt die Funktion des Anklägers übernimmt und die Untersuchung führt. Ist es nicht hier auch nöthig, eine bestimmte unabhängige Persönlichkeit mit der Verfolgung der Vorkommnisse zu betrauen?

Sachv. Dr. **Basch:** Da ist es der Staatsanwalt, weil das in sein Ressort überhaupt gehört. Innerhalb der Börsenkorporation ist das Institut des Staatsanwalts unandringlich: die Börse muß selbstständig vorgehen.

Vorsitzender: Einer Anregung wird es immer zum Einschreiten bedürfen. Von wem, denken Sie sich, soll sie ausgehen?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich meine, daß der Staat eine Aufsicht über die Korporationen hat, und daß staatlicherseits jederzeit eine Anregung gegeben werden kann.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Herr Geheimrath Gamp legt Werth darauf, daß es eine dauernde Institution sein muß, daß der Kommissar nicht bloß, wenn er zufällig in der Sache etwas gehört hat, einschreitet, sondern daß der Korporation die Pflicht auferlegt wird, ihn in Kenntniß zu setzen und seine Anträge zu hören.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich verstehe sehr wohl.

Vorsitzender: Aber Sie wollen eine Staatsbehörde nicht einsetzen?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich sehe daraus keinen Nutzen entstehen.

Vorsitzender: Welche Maßregeln (Frage 18) empfehlen sich, um dem schädlichen Reklamewesen, der bewußten Irreleitung des Publikums durch die Presse und der Verbreitung falscher Gerüchte entgegenzutreten. Das ist ein Punkt, der die Presse besonders angeht. Daß solche Fälle vorgekommen sind, leugnen Sie gewiß nicht?

Sachv. Dr. **Basch:** Bezieht sich die Frage auf die Presse in ihrem verantwortlichen Theil selbst, oder auf Annoncen?

Vorsitzender: Auf jede Art der Reklame, auch auf Leitartikel.

Sachv. Dr. **Basch:** Wie wollen Sie dabei verfahren?

Vorsitzender: Es wird vorgeschlagen, auf ehrengerichtlichem Wege einzuschreiten.

Sachv. Dr. **Basch:** Einen anderen Weg kann ich mir auch nicht denken.

Vorsitzender: Andere Sachverständige haben eine Art Disziplinarverfahren als zulässig erklärt, z. B. daß man die Vertreter solcher Blätter ganz von der Börse ausschließt.

Sachv. Dr. **Basch:** Damit würden Sie dem Publikum einen großen Schaden zufügen. Der Leser einer Zeitung, die Oeffentlichkeit, hat das Recht, von allen Vorgängen unterrichtet zu werden.

Vorsitzender: Wollen Sie nicht die Referenten vom Zutritt zu der Börse ausschließen, wenn sie unrichtige Nachrichten geben?

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn unrichtige Nachrichten gegeben werden, so wird dagegen einzuschreiten sein, wie schon vorhin angegeben wurde. Wir registriren bloß die Nachrichten, ohne in jedem Augenblicke entscheiden zu können, ob sie wahr oder unwahr sind.

Vorsitzender: Daß ein Blatt wie die „Nationalzeitung" das nicht thut, gebe ich zu, aber es giebt viele untergeordnete Blätter.

Sachv. Dr. **Basch:** Die Zeitungen haben die Pflicht, jede Nachricht zu registriren.

Graf **von Arnim:** Der Herr Sachverständige hat vorhin darauf hingewiesen, daß er Werth darauf legt, daß eigentlich nur die vereideten Makler die Kurse notiren. Nun möchte ich die Konsequenz ziehen und fragen, ob er nicht dafür wäre, daß die Presse nur die amtliche Kursnotirung brächte. Allerdings würde dieses eine Beschränkung der Preßfreiheit sein, über deren Zulässigkeit ich zur Zeit nicht urtheilen will.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich glaube, daß die Zeitungen nur die Notizen des amtlichen Kurszettels bringen.

Graf **von Arnim:** Das muß ich bestreiten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Sie können sagen, 99 Prozent sind die amtlichen Notizen, darüber hinaus bringen sie noch Notizen, die erst nach Schluß der Börse erfolgen

(Sachv. Dr. Basch: Jawohl!)

und auch Schlüsse, die amtlich gar nicht notirt werden. Aber 99 Prozent des Abdrucks in den Zeitungen sind amtliche Notirungen.

Vorsitzender: Es kommt aber die am Schlusse der Kursnotizen gegebene Beurtheilung der Börsenstimmung rc. hinzu.

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn wir das Bild vom Börsenverkehr nur nach einem amtlichen Zettel (Waschzettel) geben

sollen, so bin ich überzeugt, daß das Bild ein lückenhaftes sein würde. Ich kann den Börsenverkehr nur darstellen, wenn ich selbst Vorgänge verfolge.

Vorsitzender: Sehr viele Nachrichten zielen darauf hin, das Publikum irre zu führen. Es giebt sehr häßliche Auswüchse, wie manche Börsenzirkulare u. dgl. Ich erinnere an den Prozeß Polke. Sie als Mitglied der anständigen Presse werden am ersten wünschen, solche Auswüchse zu verhindern?

Sachv. Dr. **Basch:** Denselben Wunsch hege auch ich.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** In jeder Börsenordnung wird unter Anderem mit Ausschluß bedroht, wer falsche Gerüchte verbreitet. Das bezieht sich auch auf Mitglieder der Presse. Ich will nun den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht wenigstens so weit gehen will, daß die Verbreiter eines falschen Gerüchtes durch eine Zeitung natürlich nur bezüglich von Börsenangelegenheiten, vor das Ehrengericht zu zitiren sind mit der Konsequenz, daß, wenn man zitiren kann, man natürlich auch muß strafen können. Die Strafen können vom Ehrengericht festgesetzt werden. Allerdings handelt es sich bei den Mitgliedern der Börse um die Person, bei der Presse handelt es sich viel weniger um die Person des einzelnen Berichterstatters als um die Zeitung. Das ist der Punkt, wo Schwierigkeiten sich ergeben.

Vorsitzender: Die Mehrzahl der Sachverständigen hat sich für das ehrengerichtliche Verfahren ausgesprochen.

Sachv. Dr. **Basch:** Es wäre für den Fall zulässig, wenn absichtlich falsche Gerüchte verbreitet werden.

Vorsitzender: Nicht auch bei grober Fahrlässigkeit?

Sachv. Dr. **Basch:** Auch.

Vorsitzender: Es giebt doch noch schlimmere Fälle, als bloße fahrlässige Verbreitung falscher Gerüchte, z. B. absichtlich falsche Darstellung der Börsenlage.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich glaube, daß unser Blatt objektiv in seiner Berichterstattung ist, aber ich würde mich fürchten, vor einer Behörde zu bestehen, wenn jedes der umlaufenden Gerüchte, die von uns registrirt werden und soweit sie sich auf die Börse beziehen, dem ehrengerichtlichen Verfahren unterworfen werden sollte.

Vorsitzender: Sie glauben also, daß das Ehrengericht nur bei falschen Nachrichten und Gerüchten einschreiten soll?

Sachv. Dr. **Basch:** Jawohl!

Vorsitzender: Wir können dann weiter gehen. Es fragt sich noch, ob die hinsichtlich der Aktien gegebene Strafbestimmung des Handelsgesetzbuchs Artikel 249d auch auf andere Papiere und selbst auf den Waarenhandel auszudehnen sei. Es liegt wohl kein Grund vor, sie auf Aktien zu beschränken?

Sachv. Dr. **Basch:** Jawohl: ich würde sie auch auf Obligationen ausdehnen.

Vorsitzender: Dann kommen wir auf ein recht schwieriges Gebiet, welche Mißstände sich im Kommissionsgeschäft ergeben haben.

Sachv. Dr. **Basch:** Das ist eine der wichtigsten Fragen in dem Fragebogen.

Vorsitzender: Wir können die Fragen wohl kombiniren. Frage 19 betrifft die Mißstände, welche bei der Vermittlung hervorgetreten sind, Frage 21 das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs und Frage 22 das gesetzliche Pfandrecht. Die Fragen hängen eng zusammen.

Sachv. Dr. **Basch:** Ueber die juristischen Fragen will ich mich nicht auslassen. Beim Selbstkontrahiren ist das ein bekannter Uebelstand, daß es Kommissionäre giebt, die den Kommittenten den Preis, zu dem sie gekauft oder verkauft haben, nicht richtig anrechnen. Nun ist die Frage entstanden, ob das Monopol, das für die Kommissionäre im Effektenverkehr besteht, aufgehoben werden soll. Ich glaube, daß es kaum möglich sein wird, eine solche Bestimmung zur Ausführung zu bringen. Das Gesetz kann umgangen werden.

Vorsitzender: Sie haben wahrgenommen, daß ein Mißbrauch damit getrieben wird, daß ein unrichtiger Kurs zu Grunde gelegt wird, nur beim Termingeschäft oder auch beim Kassageschäft?

Sachv. Dr. **Basch:** Da der Kurs im Kassageschäft ein Einheitskurs ist, so können falsche Angaben nicht gemacht werden, das aber kann bei den Ultimogeschäften vorkommen.

Vorsitzender: Die Angabe eines unrichtigen Kurses und das Selbsteintrittsrecht, das sind zwei getrennte Thatsachen.

Sachv. Dr. **Basch:** Das sind zwei getrennte Thatsachen. Ich möchte bloß darüber sprechen, daß das Recht des Selbstkontrahirens bei Termingeschäften eingeschränkt werden soll. Erstens müßten die Bestimmungen, die Bankiers und Banken in ihren Zirkularen haben, daß sie Selbstkontrahenten sind, in jedem Fall nicht gestattet werden.

Vorsitzender: Dann würden Sie das Selbsteintrittsrecht nicht bloß beschränken, sondern beseitigen.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe zwei Vorschläge. Ich möchte, daß das Selbstkontrahiren in gewissen Fällen, namentlich Instituten und Banken für inländische und ausländische Anleihen, die sie selbst übernommen haben, gestattet werden soll. Wenn ein Konsortium eine preußische Anleihe übernommen hat, und ich von einem der Konsorten diese Effekten kaufen will, so kann ich nicht verlangen, daß sie meine Ordre durch Ankauf von einem Anderen ausführen.

Vorsitzender: Das ist ein Argument, das für die Aufrechterhaltung geltend zu machen ist.

Sachv. Dr. **Basch:** Hat ein Kommissionär eine Ordre ausgeführt, so kann er nicht nachträglich als Selbstkontrahent auftreten. Hat er aber aus sich selbst heraus diese Ordre ausgeführt, so ist er verpflichtet, sofort durch Telegramm oder Brief sich als Selbstkontrahent zu nennen. Als Selbstkontrahent kann er natürlich keine Spesen, Courtage und Provision verlangen. Ich würde weiter vorschlagen, daß der Kommissionär alle Abschlüsse, die er macht, in ein Börsennotizbuch chronologisch, untereinander mit laufender Nummer und dem Namen des Kommittenten wie des Gegenkontrahenten und dem Kurse einschreiben muß. In dieses Buch müssen also alle Börsengeschäfte eingetragen werden. Dadurch wird verhindert, daß der sogenannte Schnitt gemacht wird.

Vorsitzender: Das sind verschiedene Dinge. Das Handelsgesetzbuch bestimmt, der Kommissionär soll berechtigt sein, bei Ausführung einer Ordre als Selbstkontrahent einzutreten, wenn der Kommittent nichts anderes bestimmt hat. Sie wollen dies verbieten, sobald die Ordre mit einem Dritten ausgeführt ist. Sollen auch entgegenstehende Vereinbarungen ungiltig sein?

Sachv. Dr. **Basch:** Die Bankiers proklamiren allgemeine Geschäftsbedingungen, nach welchen das Recht des Selbstkontrahirens für alle Geschäfte mit ihnen gelten soll.

Vorsitzender: Nach dem Handelsgesetzbuch kann der Kommissionär in jedem Fall erklären, daß er selbst liefern will.

Sachv. Dr. **Basch:** Jawohl; aber es müßte dem Kommittenten überlassen bleiben, zu wählen, ob der Kommissionär Selbstkontrahent ist oder nicht.

Vorsitzender: Sie wollen also das Handelsgesetzbuch abändern, daß der Kommittent erst zustimmen muß, während ihm jetzt nur frei steht, zu verbieten. Das ist der Vorschlag des österreichischen revidirten Entwurfes zum Handelsgesetzbuch.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich halte das für das Beste.

Vorsitzender: Wie soll es nun weiter sein? Soll jetzt der Kommissionär bei der Ausführung sich erklären —

Sachv. Dr. **Basch:** Er muß sofort, wenn er selbst das Geschäft macht, durch Telegramm oder Brief anzeigen und das erklären.

Vorsitzender: Sie wollen also weiter eine Verpflichtung einführen, ein Buch zu führen.

Sachv. Dr. **Basch:** Er führt schon jetzt ein Buch. Er führt sein Notizbuch, das den Kaufleuten gegenüber vollständige Giltigkeit hat.

Vorsitzender: Das ist wohl nicht vorzuschreiben, welche Bücher er zu führen hat.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich will, daß er alle Geschäfte in ein sogenanntes Notizbuch schreibt unter einander, chronologisch, so daß jedes Geschäft geprüft werden kann. Der Kommittent kann dann auf diese Weise weniger getäuscht werden, als das sonst der Fall ist.

Vorsitzender: Immerhin wäre doch eine Täuschung möglich.

Sachv. Dr. **Basch:** Nicht aber eine solche Menge von Täuschungen, wie sie jetzt vorkommen.

Vorsitzender: Der Vorschlag soll, wie ich soeben höre, bereits von Herrn Landgerichtsrath Munk gemacht sein. Es soll angeregt sein, ein Buch zu führen, worin alle Abschlüsse einzuschreiben sind.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das war etwas Anderes. Das sollte vom Makler verlangt werden. Es wurde dagegen geltend gemacht, das würde sich der Kommittent verbitten, daß sein Name an der Börse für Geschäfte der Makler angegeben wird.

Sachv. Dr. **Basch:** Deshalb schlage ich das Notizbuch des Kommissionärs vor.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Diese Bestimmung hat doch auch wirthschaftlich den Werth, daß die Geschäfte, welche dem Kommissionär durch die Aufträge zweier Kommittenten zugehen, von welchen der eine kauft, der andere verkauft, in sich kompensirt werden sollen. Bei diesen Geschäften, die in sich kompensirt werden, tritt eine Börsenaktion gar nicht ein. Denn es kann ein Bankier zur Börse gehen. Er hat 1 Million Aufträge zu kaufen und 1 Million zu verkaufen. Dann kann er ruhig der Börse mit den Händen in der Tasche zusehen und gar nichts thun. Er wird am gerechtesten verfahren gegen die beiderseitigen Kunden, wenn er ex post nach dem ermittelten Kurs ihnen zutheilt, d. h. immer nach dem gleichen Kurs. Nun scheinen Sie der Meinung zu sein, sonst hätte die Beschränkung keinen Sinn, daß er auch in diesem Fall einschreiben muß. Er muß künstlich Geschäfte machen, indem er immer sagt, jetzt in diesem Moment werde ich von A 10000 nehmen, und die gebe ich an B zu dem und dem Kurs. Anders wäre es nicht möglich. Dasselbe würde bei denjenigen Geschäften der Fall sein, wo er dem Kommittenten aus seinem Bestande giebt. Sie haben die Verkäufe eines Kon-

sortii erwähnt. — Da würde es sich um den Einheitskurs handeln, und da wäre die Sache überhaupt gleichgiltig. Es würde das nur in Frage kommen, insofern ein Einheitskurs nicht stattfindet. Nun will ich noch Folgendes sagen: die Sache hat praktisch recht erhebliche Schwierigkeiten. In den großen Kommissionsgeschäften der Bank sind jetzt für jede Bank ungefähr 10 bis 12 Leute beschäftigt, die fortwährend als Gallopins herumgehen; der eine hat Diskontokommandit, der andere Kreditaktien, der dritte jenes zu versorgen; das sind ganz verschiedene Leute, nur mit bestimmten Aufträgen. Der Auswärtige depeschirt: verkaufe Diskontokommandit, kaufe so und so viel Kreditaktien. Das wird unter die verschiedenen Kommis vertheilt, und die gehen herum. Da wird es außerordentlich schwierig sein, diese Zeitfolge so innezuhalten. Werth kann die Sache nur haben, wenn die Zeitfolge eventuell unter Eid gestellt werden kann. Einen Eid würden die Geschäftsinhaber schließlich wahrscheinlich aber nicht leisten können. Ich bemerke also, daß, abgesehen von allen anderen Bedenken, die Sache mir praktisch sehr große Schwierigkeiten zu haben scheint.

Sachv. Dr. **Basch:** Es ist doch für Banken und Bankiers keine schwierige Sache, wenn an ihrem Börsenbureau die abgeschlossenen Geschäfte sofort bekannt gegeben werden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wenn ein Haus für 100 000 Thaler Diskontokommandit zu kaufen hat, so geht der Kommis in den Markt und kauft sehr wahrscheinlich nicht erst einen kleineren Posten und kommt wieder und sagt, ich habe jetzt 5000 Thaler gekauft, sondern der Kommis bleibt wohl meist so lange, bis er die Ordre ganz ausgeführt hat. Darüber kann öfters einige Zeit vergehen.

Sachv. Dr. **Basch:** Dann kann er gleich, wenn er die Ordre bekommt, sich erklären.

Vorsitzender: Damit verliert das ganze Geschäft den Kommissionscharakter.

Sachv. Dr. **Basch:** Er wird meistens als Kommissionär auftreten, und wenn er das nicht will, dann kann er erklären, ich verkaufe oder ich kaufe nicht als Kommissionär, ich bin Selbstkontrahent. Ich rede vom Ultimogeschäft. Beim Ultimogeschäft ist jeden Augenblick ein Kurs zu machen.

Vorsitzender: Wie soll er Aufträge vor der Börsenzeit behandeln?

Sachv. Dr. **Basch:** Die Aufträge vor der Börsenzeit kann er, wenn der Kommittent es gestattet, als Selbstkontrahent ausführen.

Vorsitzender: Ich kann mir keine rechte Vorstellung machen, was Sie meinen. Wann soll der Kommissionär sich entschließen, ob er selbst geben oder nehmen will?

Sachv. Dr. **Basch:** An der Börse selbst muß er alle absolvirten Geschäfte in sein Börsennotizbuch eintragen.

Vorsitzender: Wenn er nun als Selbstkontrahent auftritt, was trägt er da ein?

Sachv. Dr. **Basch:** Er hat ebenfalls das Geschäft und den Kurs, zu dem er als Selbstkontrahent gibt oder nimmt, einzutragen.

Vorsitzender: Wie dann, wenn er den Auftrag Morgens um 9 Uhr bekommt, was soll er da machen?

Sachv. Dr. **Basch:** Er kann, wie ich schon gesagt habe, telegraphiren: ich werde die Effekten aus meinem Bestande geben.

Vorsitzender: Sie wollen ein Notizbuch einführen für Geschäfte, die nicht vermöge des Selbsteintritts gemacht werden?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich denke, Sie sagen, daß er die Zeit seiner inneren Entschließung über die Ausführung des Geschäfts fixiren soll.

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn ich den Auftrag bekomme als Kommissionär, dann habe ich zu erklären, ob ich ihn als Kommissionär ausführen oder selbst übernehmen will.

Vorsitzender: Sie wollen also einführen, daß er sich sofort entscheiden muß?

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn er sich nicht bald anders entscheidet, ist er Kommissionär. Zu dem Zweck hat er ein Buch zu führen, in welchem er chronologisch die Geschäfte mit dem Kurs und Namen des Kommittenten einzutragen hat. Ich habe mit Bankiers gesprochen, die diese meine Vorschläge für richtig befunden haben. Sie wären neu, böten Schwierigkeiten, ließen sich aber ausführen. Wenn der Kommissionär den Auftrag bekommt, muß er sofort bei Ausführung des Auftrags anzeigen, ob er selbst kontrahirt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe Sie so verstanden, daß der Kommissionär verpflichtet sein soll, ein Buch zu führen, in das er die Aufträge chronologisch unter Angabe der Zeit einträgt. Wenn Kaufs- und Verkaufsaufträge um $10\frac{1}{4}$, $10\frac{1}{2}$ u. s. w. eintreffen, so würde allerdings, wenn ein solches Buch geführt wäre, eine Kontrole darüber möglich sein, welchen Preis der Kommissionär dem Kommittenten zu berechnen berechtigt ist. Es würden alle Zeitgeschäfte, die vor Beginn der Börse gemacht werden, nach dem ersten Kurs verrechnet werden. Man würde dann feststellen können, zu Beginn der Börse, um 12, sind z. B. 10000 Kommanditaktien zu dem und dem Kurs gehandelt worden, und um 12 waren die und die Aufträge da. Es würde sich also durch Vergleichung der Aufträge im Börsenbuch und durch Vernehmung der Makler feststellen lassen, welcher Preis für dieses Effekt im Zeithandel um $12\frac{1}{2}$ oder $12\frac{3}{4}$ gezahlt worden ist. Auf diese Weise würde allerdings eine Kontrole geübt werden können. Während mir also der Vorschlag an sich gar nicht unpraktisch zu sein scheint, ist mir nur nicht klar, wie damit festgestellt werden soll der Zeitpunkt des Selbsteintrittsrechts des Kommissionärs. Da würde allerdings für diejenigen Aufträge, die im Laufe der Börse eingehen, bestimmt werden müssen, daß, wenn der Kommissionär als Selbstkontrahent eintreten will, er verpflichtet ist, dieses sofort bei Eingang des Auftrages in sein Notizbuch einzutragen. Man könnte sagen, das ist nicht ausführbar, weil das Selbsteintrittsrecht dem Kommissionär die Möglichkeit geben soll, sich erst dann zu entscheiden, wenn die Kurse festgestellt sind. Aber ich meine, das Selbsteintrittsrecht hat nur den Zweck, dem Kommissionär die Möglichkeit zu geben, an den Kommittenten ohne Vermittlung zu liefern, beziehungsweise ohne Vermittlung der Börse die Verkaufsaufträge des Kommittenten direkt zu übernehmen. Wenn es sich um Kassageschäfte handelt, würde meines Erachtens der Vorschlag praktisch durchführbar sein, dem Kommissionär die Verpflichtung aufzulegen, sofort bei Empfang des Auftrags zu sagen, daß er nicht Kommissionär sondern Selbstkontrahent sein will. Wenn also Jemand persönlich zum Kommissionär kommt und sagt: „Ich will 1000 Aktien von dem und dem Papier verkaufen", so würde er sagen müssen: „Ich übernehme sie zu dem laufenden Kurs". Aber daraufhin zu spekuliren, daß, wenn mehrere Kurse festgestellt sind, er sich hinterher den Kurs aussucht, der für ihn der günstigste ist, liegt nicht in der Absicht der Bestimmung des Handelsgesetzbuches.

Ich halte ein derartiges Buch auch zur Kontrole darüber für nöthig, um festzustellen, in welchem Augenblick der Kommissionär als Selbstkontrahent eintreten will. Ich glaube, daß allerdings eine gewisse Sicherheit geschaffen wird bezüglich der Aufträge, die eingegangen sind, und der Beweis gesichert

wird, einen Kurs, entsprechend dem Auftrage, dem Kommittenten gegenüber zur Anrechnung zu bringen.

Vorsitzender: Das ist ein anderer Vorschlag. Der Herr Sachverständige wollte nur der Reihe nach eintragen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe das allerdings so verstanden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will nur darauf aufmerksam machen, das setzt voraus, daß der Kommittent will, daß beim Eintreffen seiner Ordre a tempo die Ausführung erfolgt, entweder durch Selbsteintritt oder durch Effektuirung. Aber ist es nicht sehr häufig, daß die Kommittenten die Ausführung der Ordre in die Hände des Kommissionärs legen in dem Vertrauen, daß der Letztere den möglichst günstigen Augenblick für ihn wählen wird? Es wäre eine ganz mechanische und auf den Zufall gerichtete Verabredung, zu sagen: sofort, wenn die Depesche kommt, mußt du das auch machen. Der Zufall entscheidet, welcher Kurs gerade in dem Moment ist. Ich glaube, die anderen Herren, die in der Praxis stehen, werden mir beistimmen, daß das ein ungemein häufiger Fall ist. Es giebt doch auch Kommissionäre, die einigermaßen das Vertrauen ihrer Kommittenten nicht nur haben, sondern auch verdienen. Der Kommittent kann von der Sorgfalt des Kommissionärs gerade verlangen, zu prüfen, ob wohl jetzt der Moment richtig ist, oder ob er noch ein Bischen warten soll. Auf diese Kategorien von Aufträgen könnte meines Erachtens der Vorschlag des Herrn Sachverständigen kaum maßgebend sein. Ich frage ihn, ob er der Meinung ist, daß die Sache darauf gestellt werden soll, daß sofort bei Eintreffen der Ordre auch die Ausführung zu erfolgen hat.

Sachv. Dr. **Basch:** Wenn ich dem Kommissionär telegraphire, daß er mir 15000 Kreditaktien kaufen soll, und nichts weiter hinzusetze, so heißt das, daß er meinen Auftrag sofort ausführt. Daher hat er nicht das Wahlrecht, zu sagen: ich warte noch, bis der Kurs höher ist, sondern er soll sofort ausführen, Zug um Zug.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** In den Fällen, die Herr Geheimrath Frentzel erwähnt hat, die selbstverständlich sehr häufig vorkommen, wird auch er das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs nicht für angebracht erachten, nämlich dann nicht, wenn es sich um eine Vertrauensstellung des Kommissionärs handelt und ihm gegenüber ausdrücklich der Auftrag dahin geht: du sollst mein Interesse möglichst wahren.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich weiß nur noch nicht, nach welchem Prinzip die Eintragung der Geschäfte zu erfolgen hat, wenn ich im Allgemeinen auch die Berechtigung der Ausführungen des Herrn Geheimrath Gamp zugebe.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich gebe zu, daß die Ausführung meines Vorschlages mit Schwierigkeiten verbunden ist. Wenn ich einen Vorschlag mache, so muß ich mich gegen die Annahme verwahren, daß ich die Einzelheiten desselben durchgearbeitet habe. Das ist nicht mein Beruf, ich habe auch nicht die Zeit dazu. Ich kann hier bloß Anregungen geben, und praktische Leute, die in das innere Geschäft mehr eingeweiht sind, mögen sie prüfen. Ich bin seit zwanzig Jahren mit der Börse in Verbindung, aber ich habe nur die allgemeinen Verhältnisse derselben zu beobachten die Aufgabe und Gelegenheit gehabt. Wenn Herr Senatspräsident Wiener sagt, es müßte der Vorschlag genauer formulirt werden, wie es ein so bedeutender Jurist verlangen kann, so bin ich dazu nicht im Stande.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ist das sicher, daß bei einem Auftrage, der „bestens“ gegeben ist, das Selbst-

kontrahirungsrecht nicht besteht? Limitirte Aufträge sind auszuführen, sobald das Limitum da ist. Um die weiteren Intentionen des Kommittenten kümmert sich der Kommissionär nicht. Nun giebt es auch Aufträge bestens. Kann ich nicht bei einem Auftrage bestens schließlich auch zu einem bestimmten Kurs als Selbstkontrahent eintreten? Ich sehe nicht ein, daß man bei solchem Auftrage sofort nach Empfang des Auftrags erklären müßte, daß man Selbstkontrahent sei.

Vorsitzender: Nach der heutigen Rechtslage hätte er das Recht zu wählen, aber Sie wollen das verhindern?

Sachv. Dr. **Basch:** Ich will nur sagen, daß eine Ordre „bestens" sofort ausgeführt werden muß. Welche Verantwortlichkeit übernähme der Kommissionär, wenn er die Zeit der Ausführung der Ordres selbst wählte!

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es gehen bei einem Bankhaus eine sehr große Menge Ordres brieflich oder per Telegraph von der Börse ein. Wenn die Ordres nun lauten: verkaufe zum ersten Kurs, dann muß doch natürlich zum ersten Kurs verkauft werden. Lauten sie aber: verkaufen Sie bestens, heißt das nicht: der Kommissionär hat während der ganzen Börse das Recht, mit Rücksicht auf das Interesse des Kommittenten, zu wählen, und hat nicht nöthig, sofort zu nehmen? Das ist, glaube ich, die heutige Auffassung.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich bin anderer Meinung.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich kann bestätigen, was Herr Geheimrath Frentzel sagt. Der Kommissionär kann in dem Fall, wo er glaubt, es dem Interesse des Kommittenten schuldig zu sein, warten, er kann sich möglicherweise später zu verantworten haben, weshalb er gewartet hat, aber jedenfalls wird er doch sagen können: ich wollte lediglich das Interesse des Kommittenten wahrnehmen, ich glaubte, nicht besser handeln zu können.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Auch wenn ich es nicht für ausführbar erachte, daß das Selbstkontrahiren sofort angezeigt werden muß, wenn der Auftrag eingegangen ist, so fragt sich doch, ob nicht eine Verpflichtung begründet werden kann, alle Abschlüsse hintereinander in einem Buch zu verzeichnen, sowohl die durch Effektivgeschäfte gemachten, wie die durch Selbstkontrahiren. Es muß doch möglich sein; es kann doch nicht schließlich als letzter Rest bleiben, hier gebe es weiter nichts, als blindes Vertrauen. Es muß doch möglich sein, eine buchmäßige Einrichtung schaffen zu können, auf die der Betreffende verweisen kann, um den Zeitpunkt seines Selbsteintritts darzulegen. Und wenn er zehn Gallopins auf dem Markt hat, so muß doch eine Beziehung der einzelnen Bücher untereinander möglich sein. Es muß für jeden Menschen möglich sein, wenn er eine Handlung ausführen soll, bei der für ihn die Möglichkeit eines Betruges vorhanden ist, und bei der von anderer Seite Vertrauen verlangt wird, eine Einrichtung zu treffen, durch die der Nachweis geführt werden kann, daß das Vertrauen gerechtfertigt ist.

Freiherr **von Huene:** Ich möchte nur eine Frage wegen der Notiz berühren. Ich habe schon einmal gefragt, ob es nicht möglich ist, daß der Betreffende notirt „für mich". Die Herren Sachverständigen haben gesagt, das wäre eine zu große Belästigung des Handels. Ich möchte nur konstatiren — Herr Geheimrath Gamp ist auch davon ausgegangen —, daß alle Aufträge, die vor Beginn der Börse eingegangen sind, zum Anfangskurs gemacht sind, daß dadurch für diese Geschäfte also auch die Schwierigkeit ausscheidet, die wir in Bezug auf die Feststellung des Verkaufspreises vor uns haben.

(Widerspruch.)

Wir werden darauf also zurückkommen müssen.

Vorsitzender: Wir können das Selbstkontrahiren nun verlassen. Ueber das Pfandrecht des Kommissionärs wollen Sie sich nicht aussprechen?

Sachv. Dr. **Basch:** Nein.

Vorsitzender: Dann bliebe nur noch Frage 20, ob die Anschaffung inländischer solider Papiere dadurch zu erleichtern ist, daß öffentliche Kassen zur Beschaffung derselben Anträge entgegenzunehmen haben.

Sachv. Dr. **Basch:** Welche Kassen?

Vorsitzender: Etwa Steuerkassen. Die Reichsbank ist nur an etwas über 250 Plätzen vertreten, während nach der Idee des Anregenden auch in kleineren Städten Gelegenheit zur Anschaffung solider Papiere gegeben werden soll.

Sachv. Dr. **Basch:** Der Begriff eines „soliden" Papiers würde bei den Kassen vielleicht nur auf inländische Staatstitres, Kommunal- und Stadtanleihen angewendet werden. Mit dieser Bestimmung würden für die Bankgeschäfte Papiere zugewiesen werden, die gleichsam eine Gattung niederen Grades bildeten. Das könnte ich nicht empfehlen. Zur letzten Frage möchte ich mich nicht äußern; das ist eine rein juristische Frage.

Vorsitzender: Dann frage ich, ob Sie zu den vorher gehenden Nummern noch irgend welche Bemerkungen zu machen haben.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich habe schon erwähnt, daß sämmtliche Aktien auf Namen lauten sollten.

Vorsitzender: Das könnte man doch einfach umgehen durch das Blankogiro. Es laufen z. B. sehr zahlreiche Stücke von Diskontokommanditantheilen mit einem solchen Giro um.

Sachv. Dr. **Basch:** Ich spreche von Papieren kleiner Gesellschaften. Dann würde ich noch sagen, daß bei der Kreirung neuer Aktien diese den alten Aktien zum Parikurs angeboten werden müssen, und der nicht übernommene Rest könnte vielleicht an der Börse verkauft werden.

Vorsitzender: Dann können wir wohl abschließen; wir haben Sie lange genug bemüht. Ich danke Ihnen für Ihre Auslassungen.

(Schluß 2 Uhr.)

Sechszehnter Verhandlungstag.

(Neunzehnte Kommissionssitzung.)

Sonnabend, den 18. Juni 1892
Vormittags 10 Uhr.

Vorsitzender: Ich eröffne die Sitzung. —
Das Mitglied des preußischen Abgeordnetenhauses Herr von Eynern hat unter dem 15. Juni d. J. ein Schreiben an mich gerichtet, inhaltlich dessen er als Mitglied des Verwaltungsraths der Aktiengesellschaft Hibernia Bezug nimmt auf die von dem Kommissionsmitgliede Herrn Grafen von Kanitz in unserer Sitzung vom 18. Mai erwähnte Operation mit Hibernia-Aktien und zugleich erklärt, daß er von dieser Operation sowie einer darauf bezüglichen Mittheilung an den Herrn Grafen von Kanitz nichts wisse. Ich werde das Schreiben verlesen.

(Geschieht.)

Graf von Kanitz giebt hierauf die Erklärung ab, daß er nicht wisse, den betreffenden Vorgang von einem anderen als dem Abgeordneten von Eynern erfahren zu haben.

(Danach werden die Sachverständigen in den Saal gerufen.)

Vorsitzender: Den Herren Sachverständigen ist bekannt, daß wir beschlossen haben, Vertreter der Presse, die sich mit den Mißständen an der Börse beschäftigt haben, zu vernehmen. Ueber den Inhalt des Fragebogens sind Sie unterrichtet. Ich frage zunächst, ob Sie allgemeine Bemerkungen zu machen wünschen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte bitten, daß mir einzelne Fragen bezeichnet würden.

Vorsitzender: Wir können dann mit Nr. 1 beginnen. Es handelt sich um die Frage, ob sich die Bestimmungen über die Zulassung von Papieren zum Handel an der Börse, wie sie namentlich in Berlin bestehen, bewährt haben oder ob Sie dieselben zu verbessern vorschlagen?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte bei Frage 1 vorschlagen, daß in das Börsenkommissariat ein Staatsbeamter, der dem Richterstande angehört, deputirt wird, der bei allen Fragen, die dem Börsenkommissariat zur Entscheidung vorliegen, gehört werden muß, so zwar, daß die Entscheidung der Majorität des Börsenkommissariats durch sein Suspensivvotum aufgehalten werde, und daß vom Börsenkommissariat eine Appellation an eine höhere richterliche Instanz, vielleicht an das Handelsgericht, zulässig sei, wenn der staatliche Börsenkommissar sich gegen den Beschluß der Majorität des Börsenkommissariats entschieden hat.

Vorsitzender: Sie meinen, der betreffende Staatsbeamte müsse das Recht haben, dem Beschluß des Börsenkommissariats zu widersprechen?

Sachv. Dr. **Müller:** Zu widersprechen mit der Wirkung, daß sein Widerspruch aufschiebende Kraft hat.

Vorsitzender: Wie soll die Sache erledigt werden, wenn der Staatskommissar sein Veto eingelegt hat?

Sachv. Dr. **Müller:** Durch Appellation an eine höhere Instanz, vielleicht an das Handelsgericht.

Vorsitzender: Das Handelsgericht, d. h. die Civilkammern für Handelssachen, ist eigentlich dazu wohl nicht bestimmt.

Sachv. Dr. **Müller:** Also durch Appellation an eine höhere Instanz, die erst geschaffen werden müßte.

Vorsitzender: Das würde wohl eher eine administrative Instanz sein müssen, da es sich nicht um Rechtsfragen handelt. Aus welchen Gründen halten Sie die Zuziehung eines Staatskommissars für nöthig?

Sachv. Dr. **Müller:** Weil in Folge der Zusammensetzung des Börsenkommissariats doch eigentlich nur Interessenten darin vertreten sind, Interessenten der Börse und des Börsengeschäfts, vielfach sogar solche Kommissarien, die, wenn auch nicht direkt, doch mittelbar in eigener Sache zu befinden haben. Es wird ja ein Mitglied des Börsenkommissariats nicht an den Berathungen und Abstimmungen Theil nehmen, wenn es sich um seine eigene Angelegenheit handelt, das ist ja ausgeschlossen, aber die Verbindung der einzelnen im Kommissariat der Fondsbörse vertretenen Bankfirmen und Bankinstitute ist so eng, daß ein unparteiisches Urtheil in objektivem Sinne sehr häufig nicht zu erwarten ist.

Vorsitzender: Sie würden also in der Zuziehung eines Staatskommissars eine Bürgschaft finden für die Wahrung der öffentlichen Interessen gegenüber den Privatinteressen?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja wohl!

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur fragen, weshalb der Herr Sachverständige gerade auf die Zuziehung einer richterlichen Person Werth legt, obwohl die Gründe, welche die Zuziehung eines Staatskommissars eventuell rechtfertigen würden, wie der Herr Präsident schon andeutete, viel mehr auf dem Verwaltungsgebiet als auf dem Rechtsgebiet liegen. Ich glaube, es würde im Gegentheil eine Persönlichkeit zugezogen werden müssen, die zwar die staatlichen Interessen wahrt, aber auch die Börsenverhältnisse und die wirthschaftlichen Verhältnisse und Bedürfnisse des Inlandes eingehend kennt.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich schlage deshalb vor, eine richterliche Person zu deputiren, weil deren Unbefangenheit unter allen Umständen nicht angezweifelt werden kann.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Glauben Sie z. B., daß, wenn man einen Richter wählte, dieser sich in der Lage befinden würde, darüber ein Urtheil zu haben, ob gegenüber der Lage des Geldmarktes die Emittirung einer großen ausländischen Anleihe ohne Schädigung einheimischer wirthschaftlicher Interessen zulässig erscheint? Bisher ist immer nur aus wirthschaftlichen Gründen die Zuziehung einer staatlichen Instanz für zweckmäßig erachtet worden.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte bei der Frage b hierauf eingehen. Ich bin der Ansicht, daß die Zulassung ausländischer Papiere zum Handel wie zur Kursnotiz nicht einzig und allein überhaupt vom Börsenkommissariat

abhängig sein darf, sondern ich halte es für nöthig, daß eine höhere Instanz geschaffen werde, und zwar deshalb hier eine richterliche, damit auf den Staat nicht ein Vorwurf auswärtiger, vielleicht befreundeter Staaten fallen kann, wenn die Zulassung einer Anleihe abgelehnt wird.

Vorsitzender: Das bezieht sich auf Frage b, ob ausländische Papiere nur unter gewissen Bedingungen zuzulassen sind.

Sachv. Dr. **Müller:** Darf ich also meinen Vorschlag hierzu formuliren?

Vorsitzender: Bitte sehr!

Sachv. Dr. **Müller:** Ich schlage vor die Schaffung einer richterlichen Instanz, welche in nichtöffentlichem kontradiktorischem Verfahren nach Anhörung der Emissionsstelle, des Auswärtigen Amts und der Reichsbankverwaltung zu entscheiden hat, ob und wann der Prospekt einer auswärtigen Anleihe dem Börsenkommissariat behufs Einführung an einer deutschen Börse vorgelegt werden darf.

Als Unterlage ist ein Gesetz nöthig, welches bestimmt, daß auswärtige Anleihen nur dann zuzulassen sind, wenn sie unseren Außenhandel nicht zu unseren Ungunsten beeinflussen, und wenn zur Zeit der Emission die Lage des Geldmarktes in Deutschland eine Geldausfuhr gestattet.

Freiherr **von Huene:** Finden Sie nicht darin ein Mißverhältniß, daß diese richterliche Instanz unter Umständen kein Bedenken darin sieht, daß eine ausländische Anleihe emittirt wird, während das Auswärtige Amt die Emittirung höchst bedenklich findet? Ich glaube, das ist doch ein Widerspruch. Wenn man überhaupt eine solche Instanz schaffen will, so muß es eine hohe politische Instanz sein, die ihre Entscheidungen vom höchsten politischen Standpunkt trifft.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich glaube nicht, daß allgemeine politische Erwägungen sehr maßgebend sein dürfen. Nehmen Sie als Gegenbeispiel unser Verhältniß zu Oesterreich. Liegt eine österreichische Anleihe vor, so wird selbstverständlich das Auswärtige Amt ihr kein Hinderniß in den Weg legen, einerlei, ob eine solche Anleihe unsern Außenhandel ungünstig beeinflußt, unsern Geldmarkt beunruhigt und was der üblen Folgen mehr auf dem Geldmarkt sein werden. Da darf das politische Interesse nicht immer maßgebend, ausschlaggebend sein, weil es sich bei solchen Geldgeschäften doch in erster Linie um wirthschaftliche Dinge handelt.

Vorsitzender: Also es sind nicht politische, sondern wirthschaftliche Gesichtspunkte, welche maßgebend sein sollen, und da würden Sie eine richterliche Instanz für die Entscheidung wünschen?

Sachv. Dr. **Müller:** Damit dem Auswärtigen Amt und unseren Verwaltungsbehörden niemals ein Vorwurf gemacht werden kann, wenn eine Anleihe einer befreundeten Macht abgelehnt wird, und damit solchen Staaten, welche mit uns nicht in einem engeren Verhältniß stehen, nicht Anlaß gegeben werden kann, uns mit Mißtrauen zu behandeln und vielleicht zu Gegnern zu werden.

Vorsitzender: Sie befürchten nicht, daß dadurch die Emission ausländischer Anleihen überhaupt vom deutschen Markt abgelenkt werden würde?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich hoffe es.

Vorsitzender: Es würde kaum ein zur richterlichen Entscheidung geeignetes Material vorliegen. Die in Betracht kommenden Momente sind nicht derart, daß sie von einem Richter sich entscheiden ließen.

Sachv. Dr. **Müller:** Er wird sie beurtheilen können, wenn ihm das Material von der Reichsbankverwaltung u. s. w. zur Verfügung gestellt wird. Es müssen sachverständige Richter ernannt werden, die es jedenfalls giebt; wenn es solche nicht giebt, werden sie heranzubilden sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Mir ist Zweifel darüber entstanden, wie Sie über die Beschränkung der ausländischen Anleihen durch die von Ihnen vorgeschlagenen Maßregeln denken. Sagten Sie, daß das nicht zu befürchten ist, oder hoffen Sie es?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, ich hoffe, daß dadurch die Emission auswärtiger Anleihen in Deutschland sehr stark beschränkt werden wird. Es ist mir kaum ein Fall denkbar, in welchem eine auswärtige Anleihe uns wirthschaftlichen Vortheil bringen könnte. Ich sehe ganz davon ab, daß hunderte von Millionen Mark deutschen Geldes durch solche Geschäfte an das Ausland verloren worden sind; denn über diese fragwürdigen Operationen ist das allgemeine Urtheil wohl hinreichend geklärt. Vielmehr bestreite ich generell, daß die Verschuldung des Auslandes an Deutschland diesem irgend einen Vortheil bietet. Die höhere Verzinsung mancher auswärtiger Anleihen ist nur ein scheinbarer Vortheil, da sie zugleich eine Versicherungsprämie gegen Verluste enthält, mithin nicht als reine Zinseneinnahme zu betrachten ist. Dagegen schädigt jene Verschuldung unsre Ausfuhr und vermehrt unsre Einfuhr. Als zu Beginn der Verhandlungen über die Valuta-Regulirung in Oesterreich-Ungarn die Wiener und Pester Blätter sich in dem Lobe ihrer Staatsfinanzen überboten, bezeichneten sie mit vollem Recht als die wichtigste Ursache des finanziellen Gedeihens ihrer Monarchie dies, daß Oesterreich-Ungarn kein Kapital an das Ausland abgegeben habe, vielmehr vom Auslande zu billigem Zins mit Kapital ausgestattet werde. Man sollte endlich anfangen, im Hinblick auf die Zunahme unsrer Einfuhr und die Abnahme unsrer Ausfuhr, dem Zusammenhange unsres Waarenhandels mit unsren Kreditgeschäften im Auslande mehr Beachtung zu schenken. Die Ausfuhr deutschen Kapitals in Form von Gold und Wechseln wirkt auf unsre Handelsbilanz wie eine Ausfuhr von Waare, nur daß wir für Waare Gold oder werthhaltende Importwaare eintauschen, während uns für unsre Anleihegelder bloße Schuldverschreibungen in Tausch gegeben werden, und dieses Papier, das fast stets in Zeiten übertriebener Hausse emittirt wird, kann meist seinen Preis nicht behaupten, und seine Amortisation ist oft recht fraglicher Natur, da sie durch neue Anleihen zu geschehen pflegt. Die Zinszahlungen der schuldnerischen Staaten erfolgen in Waarenlieferungen, die unsrer heimischen Produktion Konkurrenz machen. Der Bedarf der fremden Regierungen an Wechseln auf deutsche Plätze steigert deren Kurs, befördert also die Einfuhr nach Deutschland, und so erhalten wir als Zinszahlung Wechsel, deren Unterlage die Einfuhr billiger Waaren abgegeben hat. Diese Zusammenhänge müssen zum mindesten geprüft werden, und darum möchte ich eine richterliche Behörde eingesetzt sehen, welche über jede Neu-Emission ausländischer Anleihen nach Anhörung der Emittenten und der Staatsverwaltung zu entscheiden hat.

Vorsitzender: So weit ist man noch in keinem Lande gegangen. Am weitesten geht Frankreich, wo die Zulassung auswärtiger Papiere von dem Finanzminister verhindert werden kann. Also keine richterliche Behörde, sondern der Finanzminister entscheidet ohne Angabe von Gründen. Er hat sich unter Berücksichtigung aller Gesichts-

punkte, die in Betracht kommen, ein Bild davon zu machen, wie im Interesse des Landes am besten zu handeln ist.

Sachv. Dr. **Müller:** Wenn es einen anderen Weg giebt, um die Unabhängigkeit dieser Instanz, namentlich auch die politische Unabhängigkeit in der auswärtigen Politik zu gewährleisten — ich lege darauf den Nachdruck, ohne zu glauben, daß mein Vorschlag den einzig möglichen Weg bezeichnet.

Vorsitzender: Dann könnten wir nach Kenntnißnahme Ihres Vorschlages zu der Frage b übergehen. Halten Sie es für empfehlenswerth, die Zulassung von einem Mindestbetrag der einzelnen Stücke abhängig zu machen?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja, das hat aber wenig Bedeutung, denn die Stücke sind meistens groß.

Vorsitzender: Das ist nicht richtig. Es giebt z. B. ausländische Obligationen zu 200—500 Franks und dergleichen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Auch ausländische Staatsanleihen sind vielfach in Stücken von 400 Franks vorhanden.

Vorsitzender: Auch zu 200.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte auf diese Einzelheiten kein großes Gewicht legen.

Vorsitzender: Haben Sie bezüglich der anderen Punkte noch einen oder den andern Vorschlag zu machen?

Sachv. Dr. **Müller:** Frage d möchte ich bejahen, daß nämlich für die Zulassung von Aktien dem Prospekte auch die in Artikel 210 Nr. 1 des Handelsgesetzbuchs bezeichneten Verträge beigefügt werden sollen.

Vorsitzender: Sollen dieselben veröffentlicht werden oder genügt es nach Ihrer Ansicht, wenn sie nur vorliegen bei der Prüfung der Frage der Zulassung?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte sie wenigstens der Oeffentlichkeit sehr leicht zugänglich machen, etwa durch Deponirung an einem zugänglichen Ort an der Börse und auf dem Gericht beim Gerichtsschreiber.

Vorsitzender: Wie stehen Sie zu der Frage, ob die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll?

Sachv. Dr. **Müller:** Darüber habe ich kein Urtheil.

Vorsitzender: Sind Sie der Ansicht, daß die Verantwortlichkeit für den Inhalt des Prospektes bei den Emissionshäusern zu verschärfen ist?

Sachv. Dr. **Müller:** Das möchte ich allerdings wünschen.

Vorsitzender: Und zwar, wie weit soll sich diese erstrecken?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte, daß die Verantwortlichkeit sich nicht, wie bis jetzt, blos erstreckt auf die Aktionäre der Gesellschaft, sondern ich möchte, daß die Verantwortlichkeit der Ankündigenden, der Emittenten, verschärft wird und zwar allen denen gegenüber, welche bei falschen Mittheilungen der Emittenten geschädigt werden, wenn eben ein dolus nachgewiesen werden kann.

Vorsitzender: Sie verlangen also eine böse Absicht, das Bewußtsein von der Falschheit der Angaben?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich glaube, daß sich das nicht anders mit den Grundsätzen unseres Rechtes verträgt. Also allen denen sollen die Ankündigenden haftbar sein, welche durch den Ankauf der Papiere geschädigt sind.

Vorsitzender: Also auch den späteren Besitzern?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja, sofern sie nachweisen können, daß sie durch die Ankündigungen zum Ankauf der Papiere bewogen sind.

Vorsitzender: Aber nur bei wissentlich falschen Angaben oder auch bei fahrlässigen?

Sachv. Dr. **Müller:** Auch bei fahrlässigen.

Vorsitzender: Das ist von einigen Herren bekämpft, von anderen allerdings auch wieder vertheidigt worden. Man meint, daß die Haftung für bloße Fahrlässigkeit doch wohl zu weit gehen würde.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich meine, wenn dolus vorliegt, oder wenn die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes verletzt ist.

Vorsitzender: Es soll also nach Ihrer Meinung die Verantwortung für den Inhalt des Prospektes verschärft werden?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja.

Vorsitzender: Wollen Sie, daß in dem Prospekt der Preis angegeben wird, zu welchem das Papier von dem Emittenten übernommen ist?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja.

Vorsitzender: Dagegen ist erinnert, daß, wenn man das verlangt, der Preis wahrscheinlich doch zu niedrig angegeben werden würde, niedriger, als es der Sachlage entspricht. Die Preise drücken sich nicht immer in fixen Geldsummen aus, sondern es sind vielfache Nebenvortheile vorhanden.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte als Mann der Presse meinen Vorschlag noch genauer präzisiren in Bezug auf die Ankündigung durch die Presse, und zwar dahin:

> „Als öffentliche Ankündigung Zwecks Einführung von Effekten in den Verkehr ist jede gedruckte Notiz anzusehen, welche über die betreffenden Werthe Thatsachen mittheilt oder ein Urtheil über ihre Sicherheit oder Rentabilität enthält. Verantwortlich für solche Notizen in einem öffentlichen Blatt ist dessen Verleger oder das Emissionshaus, falls dieses als Einsender der Notiz namhaft gemacht worden ist."

Vorsitzender: In dem betreffenden Artikel des Handelsgesetzbuches ist nur von den Emissionshäusern im engeren Sinne des Wortes die Rede. Sie wollen also die Verantwortlichkeit etwas erweitern und außerdem auch den Verleger prinzipaliter haftbar machen?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Das würde allerdings eine außerordentlich einschneidende Maßregel sein, die civilrechtlich von größter Bedeutung ist. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob bei diesen sehr starken civilrechtlichen Folgen, denen sich dadurch der Verleger einer Zeitung aussetzt, es nicht vielleicht vorkommen könnte, daß er seine Redakteure anweist, untersteht euch niemals, bei irgend einem Papier irgend eine Meinung zu sagen, und ob dadurch nicht der Vortheil, den die Oeffentlichkeit der Presse dem Publikum gegenüber hat, leidet, ja sogar völlig vernichtet würde?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich schlage diesen Vortheil nicht so hoch an, um ihn nicht gegen eine angemessene Verantwortlichkeit der Presse eintauschen zu wollen. Hinter den Zeitungsnachrichten steckt fast immer der Emittent oder ein anderer Spekulant, der die Unverantwortlichkeit der Presse sich zu Nutze macht, und dieser Schleichweg muß verlegt werden. Uebrigens muß ich

gestehen: was in der Presse mir an selbstständigen Urtheilen über den Werth wichtiger Papiere vor Augen gekommen ist, das war meist recht werthlos.

(Heiterkeit.)

Vorsitzender: War es nicht objektiv?

Sachv. Dr. **Müller:** Es war meist nicht objektiv. Die Interessengegensätze innerhalb der Bankwelt kommen auch in ihrer Presse zum Ausdruck, und ebenso persönliche Gegnerschaft der Redakteure gegen einzelne Institute und Firmen. Eine sehr große Zahl von Zeitungen, darunter die angesehensten politischen, beschäftigen sich aber überhaupt in ihrem Handelstheile nicht mit Kritik, geben weder für noch wider ein Papier ihr Urtheil ab. Bei einer solchen Berichterstattung, vorausgesetzt daß sie wirklich tendenzfrei ist und keine wichtigen Thatsachen verschweigt, fährt das Publikum meiner Ansicht nach am besten.

Vorsitzender: Es ist mehrfach die Forderung ausgesprochen worden, daß im Handelstheil alle Nachrichten von Werthpapieren unterzeichnet werden müssen, ähnlich wie in Frankreich, wo jeder unterzeichnet.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich habe einen ähnlichen Vorschlag auch zu machen. Ich möchte mir, wenn über die Presse die Rede ist, erlauben, darauf zurückzukommen.

Ich wünsche nicht so sehr, daß jeder Artikel unterzeichnet werden muß, als daß die Mittheilungen von Aktiengesellschaften und von Emissionshäusern in einer amtlichen Form geschehen.

Wir bekommen an der Börse diese Mittheilungen in hektographirten Abzügen auf unsern Tisch gelegt, niemand weiß, wo stammt das her, und sehr oft ist es schon vorgekommen, daß der Presse Kukukseier ins Nest gelegt wurden.

Deshalb möchte ich den Vorschlag machen, daß Mittheilungen von Aktiengesellschaften, die über ihren Geschäftsgang berichten, oder von Emittenten über den Geschäftsgang in den von ihnen patronisirten Gesellschaften in einer Form veröffentlicht werden, daß sich jeder sagen muß, sie sind unter der Verantwortlichkeit der Verwaltung herausgegeben. Wenn die Presse dann Mittheilungen bringt, die amtlich sind, braucht sie die Verantwortung selbst nicht zu übernehmen, denn sie kann nachweisen, daß diese Mittheilungen von den betreffenden Verwaltungen ausgehen.

Vorsitzender: Kann sich da die Presse nicht selbst helfen, indem sie nur solche Mittheilungen aufnimmt, welche beglaubigt sind?

Sachv. Dr. **Müller:** Die vorliegenden Nachrichten müssen ja möglichst vollständig gebracht werden, das Publikum hat Anspruch darauf, daß es durch seine Zeitung über den Geschäftsgang in den größten Aktiengesellschaften informirt wird. Man nimmt auf Treu und Glauben die Sache an von dem Emissionshaus oder den Direktionen der Aktiengesellschaften, fällt vielleicht nachher unter das Strafgesetzbuch und hat kein Mittel, den eigentlichen Urheber dieser Mittheilungen verantwortlich zu machen.

Vorsitzender: Glauben Sie es erzwingen zu können, daß die Blätter nicht andere Nachrichten aufnehmen?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, das kann ich nicht. Ich kann nur bei unwahren Nachrichten die Verantwortlichkeit auf den Mann zurückschieben, der der Autor dieser Mittheilungen ist.

Vorsitzender: Solche Nachrichten werden doch aber häufig von den Gesellschaften selbst gegeben, über Bilanzen zum Beispiel.

Sachv. Dr. **Müller:** Bilanzen meine ich nicht, ich meine Mittheilungen über Abschlüsse, Verkaufsverträge, Dividendenschätzungen, Patenterwerbungen und dergleichen.

Vorsitzender: Soll die Gesellschaft gezwungen werden, von Zeit zu Zeit amtlich solche Mittheilungen zu machen?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, so lautet der Vorschlag nicht. Ich meine nur, daß die Verantwortlichkeit für die Mittheilungen dann nicht auf die Presse fallen darf, wenn diese Veröffentlichungen schon vorher an der Börse stattgefunden haben, an der die Papiere eingeführt sind.

Vorsitzender: Das wäre eine Modifikation Ihres Vorschlages. Sie wollen in erster Linie den Verleger verantwortlich machen, oder meinen Sie den Redakteur?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, in erster Linie will ich das Emissionshaus verantwortlich machen, falls dieses als Einsender solcher Notizen in öffentlichen Blättern namhaft gemacht ist oder namhaft gemacht werden kann. Auch den Abdruck solcher Mittheilungen soll § 20 al. 2 des Gesetzes über die Presse keine Anwendung finden.

Vorsitzender: Wenn das Emissionshaus namhaft gemacht wird, dann soll der Verleger nicht verantwortlich sein?

Sachv. Dr. **Müller:** Dann hat der Verleger nach meiner Empfindung keine Verantwortung zu tragen, denn er hat nur Dinge wiedergegeben, die öffentlich waren, die wenigstens an der Börse veröffentlicht worden sind.

Vorsitzender: Das ist eine Erweiterung der bestehenden Verantwortlichkeit der Presse. Könnte das nicht dahin führen, daß die Zeitungen leicht Einbuße erleiden?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich glaube nicht!

Vorsitzender: Wenn z. B. ein Kausalzusammenhang zwischen der Nachricht, die man einsendet, und dem direkten Schaden nachgewiesen ist?

Sachv. Dr. **Müller:** Das ist wohl richtig. Wenn aber der Redakteur eine schriftliche Mittheilung wiedergiebt, die ihm mit Datum und Unterschrift des Gesellschaftsvorstandes zuging, sollte man nicht ihn verantwortlich machen können. Mich wundert nur, daß unter dem heutigen Rechtsverhältniß nicht öfter die Geschädigten gegen die Redakteure einschreiten.

Vorsitzender: Die Presse sollte solche Mittheilungen nicht beachten und sie mit anderen in den Papierkorb werfen.

Sachv. Dr. **Müller:** Der Redakteur kennt schon die Handschriften der Büreaudeamten. Er schreibt dann, um sich vor Nachtheil möglichst zu schützen: „wie das Emissionshaus mittheilt, wie die Verwaltung mittheilt". Gebracht müssen diese Mittheilungen werden. Woraus soll sich sonst der Aktionär, der der Börse fern steht, informiren?

Vorsitzender: Das ist doch recht gefährlich, wenn die betreffenden Mittheilungen ungenau oder falsch sind.

Sachv. Dr. **Müller:** Gewiß, dann kann der Verleger hineinfallen. Ich wiederhole, ich will den Redakteur nicht verantwortlich machen, weil derselbe häufig nicht vermögend ist.

(Heiterkeit.)

Vorsitzender: Ihr Vorschlag geht also dahin, daß solche Mittheilungen immer nur in autoritativer Form angezeigt werden. Das ist Ihre Absicht. Das wäre zu f. g. ist schon erledigt. Dann kämen wir zu h:

„Empfiehlt es sich, den Prospektenzwang auszudehnen auf alle Konvertirungen und alle Kapitalserhöhungen?"

Sachv. Dr. **Müller:** Ja.

Vorsitzender: Etwa aus dem Grunde, weil auch da die Interessen des Publikums solchen Zwang bedingen?

Sachv. Dr. **Müller:** Es sind dieselben Gründe, die zum Prospektenzwange überhaupt führen.

Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu i:

Soll eine längere Frist zwischen dem Aushang beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen müssen?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja, ich möchte sogar vorschlagen, daß der Prospekt, ehe er von dem Börsenkommissariat beurtheilt wird, 8 Tage lang an der Börse aushängen muß.

Vorsitzender: Das ist auch früher schon von einzelnen Sachverständigen vorgeschlagen worden. Die Herren haben aber nur 3—6 Tage vorgeschlagen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte auf folgendes aufmerksam machen. Wenn die Gründung an einem fremden Ort stattfindet und es sieht jemand hier den Prospekt aushängen, und will sich an dem fremden Ort erkundigen, so kann er das schwerlich vor 8 Tagen erledigen. Oder es erfährt jemand an dem Ort der Gründung durch Briefe oder Zeitungen, daß der Prospekt vorgelegt ist. Bis er seine Einwendungen formulirt, vergehen immer ein paar Tage.

Vorsitzender: Sollte nicht eine längere Frist das Unternehmen schädigen?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich weiß nicht, ob das schädlich ist, aber ich glaube es nicht. Ob die Gründung dadurch vielleicht vertheuert wird u. s. w., weiß ich nicht, ich bin kein Bankier.

Vorsitzender: Die Sachverständigen haben darauf hingewiesen, daß eine längere Frist das Risiko vermehrt.

Sachv. Dr. **Müller:** Reelle Gründungen glaube ich damit nicht zu erschweren.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob seine Auseinandersetzungen zu diesem Punkt sich nur beziehen auf Aktiengründungen, oder ob er dieselben Bedingungen auch für auswärtige Anleihen aufstellen will.

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, ich denke hauptsächlich an Aktiengesellschaften.

Aber überhaupt wird eine größere Emission von Anleihen kaum möglich sein, ohne die Oeffentlichkeit zuzulassen, um die Spekulation herauszufordern. Ich beschränke mich darum auf Aktiengründungen, deren Prospekt ausgehängt werden soll, ehe er den Sachverständigen vorliegt.

Vorsitzender: Ehe er überhaupt vorgelegen hat?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, ehe er zur Berathung gestanden hat.

Vorsitzender: Sie wünschen, daß dann die Kommission selbst ihn aushängen läßt?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja, und daß sie 8 Tage nach erfolgtem Aushang darüber beschließt.

Vorsitzender: Das belgische Verfahren nähert sich dem. In der Brüsseler Börsenordnung heißt es im Artikel 22: la désignation des valeurs pour lesquelles la cote est régulièrement demandée est affichée pendant huit jours au moins, et, pendant ce délai, la Commission recevra toutes les observations qui lui seraient faites par écrit. Après quoi elle statuera sur la demande.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich glaube, in Brüssel ist das Verfahren so, daß nur annoncirt wird, es wird beabsichtigt, x x Anleihe oder Aktien auf den Markt zu bringen. Wer dagegen etwas zu erwähnen hat, der mag es thun. Ich glaube, es ist ein kleiner Unterschied gegen das hier Geforderte.

Vorsitzender: Das ist nicht richtig. Artikel 20 giebt genau an, was diese „demande" enthalten muß.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Zur Aufklärung erlaube ich mir hierzu zu bemerken, daß entgegengesetzt dem hiesigen Usus, wo zunächst das Emissionshaus wegen der Notiz einkommt, man in Brüssel meist Emissionen macht, ohne sofort wegen Gewährung der offiziellen Notiz einzukommen. Also eine Anleihe kann schon, wer weiß wie lange in Brüssel gehandelt sein, und erst nachdem sie bereits im Verkehr ist, wendet das Haus sich an die Börsenkommission und sagt, nun entscheidet, ob sie zugelassen werden kann zur offiziellen Notiz oder nicht. Das hat natürlich bei Weitem nicht den Effekt und die Bedeutung, wie hier.

Ich möchte also auf den sehr erheblichen Unterschied in diesem Fall aufmerksam machen. Bei uns würde, wenn das Börsenkommissariat noch nicht gesprochen hat, der Prospekt aber ausgehängt wird, und dann Einwendungen erhoben werden, die ganze Emission durch die Hin- und Her-Reden und was etwa sonst noch kommen könnte, aufgeschoben, eventuell auch vereitelt werden, während in Brüssel faktisch die Emission stattgefunden hat und später es sich nur um die offizielle Notiz handelt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte dem gegenüber nur bemerken, daß auch hier ein Privathandel vor der Zulassung zur amtlichen Notiz stattfinden kann.

Vorsitzender: Das geschieht ja wohl auch hier.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte nicht die Meinung aufkommen lassen, daß in Brüssel etwas dem Aehnliches wie unser Prospekt existirt, sondern es existiren nur sehr allgemeine Angaben, die bei dem Gesuch um Kursnotirung zu machen sind, und diese „demande", diese Angabe enthält kaum etwas mehr als den Betrag der Anleihe, ihre Appoints und die Versicherung, daß die Notiz für diese Anleihe, wenn es eine fremde ist, im eigenen Lande besteht, und bei Aktiengesellschaften das Statut und die letzte Bilanz.

Das sind also außerordentlich viel geringere Erfordernisse als was wir jetzt in dem Prospekt fordern, und es ist bereits früher gesagt worden, daß der Prospekt, welcher zuerst vom Emissionshaus eingereicht wird, häufig im Lauf der Verhandlungen in der Kommission ergänzt, verbessert, vervollständigt wird, und schließlich also in einer etwas andern, ausführlicheren und verbesserten Form als wirklich maßgebender Prospekt herauskommt.

Wenn nun der erste Prospekt, d. h. der, den das Emissionshaus einreicht, veröffentlicht werden soll, und schließlich aus der Kommission der Prospekt in einer andern Weise hervorgeht, könnten da nun nicht irgend welche Schwierigkeiten sich ergeben, daß irgend einer aus dem Publikum, der nun durch diese Aushängung auf-

gefordert werden soll, seine Bedenken kund zu geben, schließlich sieht, ja, der am letzten Ende veröffentlichte Prospekt ist ja ein ganz anderes Ding als derjenige, gegen den ich meine Einwendungen gemacht habe. Ich bitte den Herrn Sachverständigen, sich darüber zu äußern, ob er vielleicht irgend welche praktische Gelegenheit gehabt hat, sich darüber zu informiren?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, ich habe über die Entstehung der Prospekte und die Begutachtung derselben keine Erfahrungen, weil ich nicht Bankier bin, aber gegen die Mißstände, die ich im Verkehr beobachtet habe, halte ich die Vorprüfung der weitesten Kreise für den einzig richtigen Ausweg.

Vorsitzender: Der Prospekt enthält allerdings sehr viel mehr Momente. Freilich kann in Brüssel auch die Kommission viel mehr Angaben fordern, als unerläßlich ist. Es heißt im Artikel 21: l'impétrant devra, de plus, fournir toute autre pièce dont la Commission jugerait la production nécessaire.

Es findet zunächst immer eine Vorberathung statt, und dem Publikum soll Gelegenheit gegeben werden zu Aeußerungen. Demnächst wird beschlossen, während, wenn hier in Berlin der Prospekt veröffentlicht wird, auch die Zulassung bereits geschehen ist.

Wir kämen dann zu der Schlußfrage:

„Soll der Handel per Erscheinen verboten werden, wenigstens in so weit als er in die Zeit vor der Zutheilung oder doch vor der Zeichnung fällt?"

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte den Handel, das Zeitgeschäft per Erscheinen, in der Zeit vor der Zutheilung nicht gestatten.

Vorsitzender: Und zwar weswegen?

Sachv. Dr. **Müller:** Weil das zu fiktiven Subskriptionen führt, die rein spekulativer Natur sind.

Vorsitzender: Zu fiktiven Subskriptionen wohl kaum; es handelt sich vielmehr um Geschäfte auf Zeit, obwohl das Papier noch nicht da ist.

Sachv. Dr. **Müller:** Der Bankier wird das Geschäft mit sich selbst machen.

Vorsitzender: Haben Sie die Erfahrung gemacht, daß das wirklich geschieht?

Sachv. Dr. **Müller:** Das ist mir oft gesagt worden: der Bankier handelt mit sich selbst, er macht fiktive Aufgaben.

Vorsitzender: Und das Resultat ist, daß viele bei der Zutheilung ausfallen, die sonst nicht ausgefallen wären?

Sachv. Dr. **Müller:** Der Kurs wird eben gehoben für die Zwecke des Weiterverkaufs. Die ersten Zeichner sind ja vielfach nicht solche, die Kapital haben, sondern es sind Spekulanten, die nur das Papier zu höherem Kurse an das Publikum abgeben wollen. Die haben in dem Handel per Erscheinen ein ausgezeichnetes Mittel, um den Kurs für das Publikum zu treiben, so daß dieses die Papiere nicht zum Subskriptionspreis bekommt sondern zu künstlich gesteigerten Kursen.

Vorsitzender: Ich möchte nunmehr den andern Herrn Sachverständigen bitten, sich zu äußern.

Sachv. **Wiener:** Gestatten Sie mir, von vorn herein zu bemerken, daß von der Beantwortung der Frage 1 zunächst ausgeschlossen sein sollte die Beantwortung der Frage 18, mit der sich Herr Dr. Müller zum Theil schon

beschäftigt hat. Sie betrifft das Nachrichtenwesen an der Börse, und es erscheint mir geeigneter, später darauf näher einzugehen.

Ich möchte aber in Bezug auf gewisse Bemerkungen, die hier daran geknüpft worden sind, so weit es sich dabei um die moralische Seite handelt, von vorn herein erklären, daß hinter der Presse, die falsche Nachrichten bringt, sich derjenige befindet, der die Presse dazu mißbraucht und daß meiner Ansicht nach das bei weitem schwerere Verschulden auf Seiten derjenigen liegt, die das eine Mal einen harmlosen, das andere Mal einen urtheilsunfähigen, das dritte Mal einen korrumpirten Menschen dazu benutzen, falsche Nachrichten zu verbreiten, daß diese ein größeres Unrecht begehen als die eben charakterisirten Vertreter der Presse.

Wenn ich nun auf die einzelnen Punkte der Frage 1 zurückkommen soll, so möchte ich sagen, daß ich die Frage 1 in ihrem ersten Alinea:

> „Haben sich die Bestimmungen über die Zulassung von Papieren zum Handel an der Börse beziehungsweise zur Kursnotirung bewährt, insbesondere diejenigen, wonach die Erfüllung gewisser Voraussetzungen, namentlich ein Prospekt mit bestimmt für die einzelnen Gattungen von Effekten vorgeschriebenem Inhalt gefordert wird?"

bejahend beantworte, allerdings mit den Einschränkungen, welche sich ergeben werden, wenn die einzelnen Unterfragen der Frage 1 zu beantworten sein werden.

Ich gehe dabei von der Erwägung aus, daß nach der Erfahrung sich nicht sehr viel zur Besserung der auf diesem Gebiete vorhandenen Mißstände wird thun lassen. Es wird immer damit zu rechnen sein, daß auf der einen Seite Leute sich an den Börsengeschäften illegitimer Weise betheiligen lediglich deshalb, weil sie damit einer gewissen Spielsucht Befriedigung gewähren wollen, selbst gleichgültig, ob sie im einzelnen Fall gewinnen oder verlieren, und daß andererseits unsere erwerblichen Verhältnisse, die Schwierigkeit, eine ausreichende Existenz zu finden, weite Kreise dazu anregt, es mit dem Börsenspiel zu versuchen und dadurch ihre Einkommens- und Erwerbsverhältnisse zu verbessern.

Also immer unter dem Gesichtspunkt, daß viel sich nicht wird erreichen lassen, meine ich, daß im allgemeinen die Frage 1 bejaht werden kann. Es sind die Bestimmungen im großen und ganzen ausreichend, wenn auch nicht für denjenigen, welcher sich das unerreichbare Ziel steckt, alle auf dem Gebiet des Börsen- und insbesondere des Börsenspekulationswesens vorliegenden Mißstände zu beseitigen.

Vorsitzender: Denken Sie dabei vorzugsweise an den Inhalt der sogenannten leitenden Gesichtspunkte?

Sachv. **Wiener:** Ja, an diese Gesichtspunkte habe ich gedacht, und an das Aktiengesetz, so weit dasselbe einen gewissen Schutz gewährt gegen Handlungen, welche darauf ausgehen, bewußter Weise durch die Emission von Papieren zu schädigen, und so weit auch sonst jetzt schon Wege gegeben sind, welche eine Schadloshaltung ermöglichen.

Vorsitzender: Der Grundgedanke der leitenden Gesichtspunkte ist der, daß das Publikum möglichst aufgeklärt werden soll über die Verhältnisse der betreffenden Papiere, aber nicht der, in eine materielle Prüfung der Sicherheit der Papiere einzutreten. In dieser Beziehung ist von mehreren Sachverständigen die Ansicht vertreten worden, man müßte noch weiter gehen und gewissermaßen materielle Garantien verlangen.

Sachv. **Wiener:** In der Hinsicht stehe ich auf verneinendem Standpunkte. Ich halte dies nicht für möglich und bin der Ansicht, daß der Versuch auf einen Mißerfolg hinauslaufen würde, der mehr schaden als nutzen würde und daher besser unterbleibt.

Vorsitzender: Würde sich nicht eine Gemeinsamkeit der Gesichtspunkte für ganz Deutschland empfehlen? Es bestehen jetzt manche Abweichungen.

Sachv. **Wiener:** Ich muß sagen, daß ich im einzelnen über die Bestimmungen, die an anderen Börsenplätzen als an dem Berliner in der Hinsicht bestehen, nicht so orientirt bin, um mir darüber ein Urtheil erlauben zu können, in wie weit dort die einzelnen Bestimmungen gerechtfertigt sein mögen oder einer Abänderung bedürfen. Ich denke vorzugsweise an die Bestimmungen in Berlin und halte auch im Ganzen die Berliner Börse für so völlig maßgebend für die Gestaltung der Börsenverhältnisse in ganz Deutschland, daß jeder Mißstand, der in Berlin besteht, seinen Einfluß äußern wird auf die übrigen Plätze, aber eben so auch jede Besserung und Reform vortheilhaft auf die Geschäfte an anderen Plätzen einwirken wird.

Wenn schärfere Bestimmungen gegenüber den deutschen Börsen oder der Berliner Börse gegenüber gefordert werden, als sie im Auslande bestehen, so wird uns wohl entgegengehalten: ja, damit treibt Ihr das Geschäft ins Ausland: einzelne Geschäfte oder ganze Kategorien von Transaktionen.

Das ist ein Standpunkt, auf den meiner Ansicht nach ungebührlicher Weise Gewicht gelegt wird; und wenn wirklich bei uns Bestimmungen eingeführt werden sollten mit der Folge, daß dadurch bestimmte Geschäfte unmöglich gemacht werden, so glaube ich, werden das meist Geschäfte sein, die in Deutschland besser nicht gemacht werden.

Was aber das Verhältniß Berlins zu anderen deutschen Plätzen angeht, so kann allerdings mit Fug und Recht geltend gemacht werden, daß, wenn an der Berliner Börse verboten würde, was in Frankfurt z. B. gestattet ist, dem allgemeinen Wohl damit nicht gedient wäre. Dann würde sich in und um Frankfurt abspielen, was hier verboten ist, und das würde allerdings lediglich auf eine Benachtheiligung der Berliner Bankwelt hinauslaufen, ohne daß der Allgemeinheit damit genützt würde.

Vorsitzender: Würden Sie es für möglich halten, derartige Papiere nachträglich unter Umständen aus dem Kurszettel wieder zu entfernen?

Sachv. **Wiener:** Die Frage ist im Fragebogen nicht enthalten

(Vorsitzender: nein!)

und sie bietet wie viele andere große Schwierigkeiten, wenn es sich darum handelt, sie allgemein zu beantworten. Bei einer ganzen Kategorie ist es ja denkbar, daß Papiere, selbst wenn sie emittirt sind, gestrichen werden. Es wird dann aber doch in Betracht kommen, daß, wenn einerseits mit der Streichung berechtigte Interessen wahrgenommen werden sollen, auf der anderen Seite auch manches berechtigte Interesse dadurch verletzt wird, und wenn mir gestattet ist, Beispiele zu erwähnen, so möchte ich an einen Fall erinnern, der gegenwärtig auch sonst größeres öffentliches Interesse erregt, das sind die Prioritäten der Oesterreichisch-Ungarischen Staatsbahn. Diese sind in Berlin eingeführt worden zum Theil mit der ausdrücklichen Versicherung, daß der Koupon keinen Abzug erfahren würde, zum Theil ist das wenigstens als selbstverständliche Voraussetzung angesehen worden.

Die Oesterreichisch-Ungarische Staatsbahngesellschaft schreitet nun dazu, den Koupon der Prioritäten zu

kürzen und die Steuer, welche eigentlich und insbesondere vom Standpunkt der Prioritätenbesitzer aus die Aktionäre zu tragen hätten, auf die ersteren abzuwälzen.

Da liegt allerdings der Gedanke sehr nahe: Wir werden der Bahn gegenüber Repressiomaßnahmen ergreifen und vielleicht ihre Prioritäten vom Berliner Kurszettel streichen. Das wäre zweifellos mit einem Nachtheil für die Oesterreichisch-Ungarische Staatsbahngesellschaft verknüpft, der möglicher Weise auch seinen Erfolg haben könnte, aber zweifellos ist auch, daß die Streichung der Kurse einen schweren Nachtheil bedeuten würde für diejenigen deutschen Kapitalisten, welche gegenwärtig diese Prioritäten besitzen. Wenn die Prioritäten vom Berliner Kurszettel gestrichen werden, so wird damit die Marktgängigkeit dieser Papiere beschränkt, ihr Werth reduzirt, und die Besitzer werden jenen Schwierigkeiten sich ausgesetzt sehen, welche damit verknüpft sind, wenn die betreffenden Papiere nicht mehr an deutschen, sondern nur an ausländischen Börsen gehandelt werden.

Dieser Fall scheint mir dafür zu sprechen, daß bei der Frage, ob ein Papier nachträglich vom Kurszettel gestrichen werden soll, nicht blos das besondere Interesse in Betracht kommen sollte, welches vielleicht dazu führt, einen solchen Vorschlag als geeignet erscheinen zu lassen, sondern daß auch die andern gegenüberstehenden Interessen sehr wesentlich in Betracht kommen müssen, welche vielleicht gegen eine solche Maßnahme sprechen.

Ich werde Gelegenheit haben, bei anderen Punkten darauf zurückzukommen, daß ich nicht so durch gesetzgeberische Maßnahmen, auch nicht durch Mitwirkung eines Staatsbeamten, vielmehr durch eine andere Organisation der Börsenbehörden dafür gesorgt sehen möchte, daß eine ganze Reihe von Entscheidungen, welche gegenwärtig von einseitigem Standpunkt aus und nicht unter genügender Wahrnehmung der öffentlichen Interessen getroffen werden, in anderer Weise getroffen wird.

Vorsitzender: Sie haben sich also im allgemeinen mit den bestehenden Bestimmungen einverstanden erklärt und sich nur vorbehalten, einzelne Abänderungsvorschläge zu machen?

Sachv. **Wiener:** Ja!

Vorsitzender: Dann bitte ich Sie, sich weiter zu Frage 1 zu äußern.

Sachv. **Wiener:** Die Frage 1a: Soll eine Mitwirkung staatlicher Behörden bei der Zulassung stattfinden? würde ich mit nein beantworten.

Wenn ich alle Erfahrungen resumire, die ich in Bezug auf die Nachtheile gemacht habe, nicht ich persönlich, aber an den Verlusten Anderer, die aus der Emission von Papieren entstanden sind, so glaube ich, alle diese Nachtheile auf die einfache Formel zurückführen zu können: die Papiere sind zu Kursen emittirt worden, die über ihren Werth hinausgingen.

Es könnte jemand meinen, daß doch eine ganze Reihe von Fällen heterogener Art existiren, die sich unter diese Formel nicht rubriziren lassen. Ich bin der Meinung nicht. Es liegt nahe, zu fragen: wird denn durch diese Formel auch das Urtheil über die perniziösen Geschäfte gefällt, die dem deutschen Nationalvermögen die allerschwersten Verluste beigebracht haben, die portugiesischen und argentinischen Emissionen? Selbst für diese Kategorie von Fällen aber scheint mir die Formel auszureichen.

Es wäre kein Nachtheil, wenn man die argentinischen Papiere mit ihrem fiktiven Zinsfuß zu 30 Prozent erworben hätte. Denn es läßt sich denken, daß gewisse Kapitalistenkreise existiren, denen damit ein Bedürfniß

befriedigt worden wäre. Sehr schlimm aber ist, daß sie zu 80 Prozent emittirt und damit weit über ihren Werth bezahlt worden sind.

Dasselbe gilt für die portugiesischen Papiere, gilt aber auch für alle die Fälle, in denen die Emission von Papieren und ihr Erwerb zu Verlusten für das Publikum geführt hat. Und da frage ich mich, sollte der Staat im Stande sein, es zu verhindern, daß für ein Papier, welches eigentlich nur 30 Prozent werth ist, 80 gefordert werden und daß wirklich 80 dafür gezahlt werden?

Auf diese Frage finde ich keinen Bescheid, welcher mir sagte, daß, wenn eine solche Mitwirkung des Staates vorhanden wäre, sich dieser Kardinalfehler im Emissionswesen verhindern lassen würde. Dazu sind auch für mich noch andere Bedenken vorhanden, welche gegen die Betheiligung des Staates an der Frage der Regelung des Emissionswesens sprechen. Ich sehe von dem prinzipiellen Gesichtspunkt ab, daß die Autorität des Staates nicht belastet werden sollte mit der Erledigung von Angelegenheiten und Sorgen, die auf einen Mißerfolg hinauslaufen müssen, welcher für die Autorität des Staates von Nachtheil wäre. Aber wenn ich mich in den Gedankengang des Herrn Dr. Müller, der diesen Standpunkt in der Presse wohl am nachdrücklichsten vertritt, hineindenke, dann kommen mir bei dem, was er hier zur Befürwortung seines Vorschlages anführte, doch sofort zwei sehr schwere Bedenken, welche es mir erwünscht erscheinen lassen, daß sich der Staat nicht betheiligt an der Regelung der Frage, ob ein Papier zugelassen werden soll oder nicht.

Nämlich zuerst politische Bedenken, insofern als der Fall sehr wohl denkbar ist, daß die Anleihe eines Staates besser vom deutschen Markt fern bleibt, obgleich politische Beziehungen zwischen Deutschland und dem betreffenden Land existiren, die es der Regierung peinlich machen müssen, eine Anleihe dieses Landes unter ihrer Mitwirkung vom deutschen Markt ausgeschlossen zu sehen, weil wirthschaftliche oder sonstige Bedenken dagegen vorhanden sind. Es führt das die Gefahr von Kollisionen herbei, der vorgebeugt zu sehen mir das ernsteste Interesse vorzuliegen scheint.

Wenn ich aber gar an den Gesichtspunkt des Herrn Dr. Müller denke, daß der Staat dabei Rücksichten auf die Beziehungen des deutschen Außenhandels zu dem betreffenden Lande vorwalten lassen sollte, dann finde ich ein Chaos von wirthschaftlichen Schwierigkeiten geschaffen, das unter allen Umständen zu verhüten ist.

Denn die Uebernahme einer ausländischen Anleihe seitens Deutschlands kann erwünscht erscheinen vom Standpunkt gewisser Produzentenkreise in Deutschland, z. B. die Uebernahme einer argentinischen Anleihe vom Standpunkt der deutschen Eisenproduzenten, welche dann Gelegenheit finden, vielleicht unter gewissen besondern Begünstigungen, Schienen nach Argentinien auszuführen, überhaupt den Bau von Bahnen in Argentinien zu übernehmen. Wir können auch jedes andere Land nehmen, z. B. Rußland. Andererseits wirkt aber die hierdurch bewirkte Verstärkung des Importes von Getreide aus jenen Ländern nachtheilig ein auf die deutschen Getreideproduzenten.

Wie will sich der Staat in diese Gefahr hineinbegeben, derartige neue wirthschaftliche Dissonanzen zu schaffen, die unbefangen, gerecht und unter Berücksichtigung aller Interessen zu entscheiden sehr erschwert, wenn nicht unmöglich wäre?

Damit möchte ich die Verneinung der Frage 1a motiviren.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagte aber, daß die Zusammensetzung des Börsenkommissariats ihm keine genügende Garantie dafür biete, daß alle Gesichtspunkte bei dessen Entscheidungen sachgemäß berücksichtigt würden, und er erklärte, sich vorbehalten zu wollen, eine andere Organisation in Vorschlag zu bringen, die diesem Uebelstand abhülfe.

Ich will auf die Frage der Zuziehung eines Staatskommissars, die ich an ihn richten möchte, noch nicht eingehen. Ich möchte ihn aber doch bitten, wenigstens zu sagen, ob seine Vorschläge auch nach dieser Richtung hin eine Verbesserung des gegenwärtigen Zustandes anstreben; ich möchte ihn ferner fragen, ob nicht auch bei der Zulassung größerer Anleihen zur Kursnotirung in erheblichem Maße öffentliche und wirthschaftliche Interessen in Frage kommen, und ob er glaubt, daß bei der gegenwärtigen Zusammensetzung des Börsenkommissariats, die er dahin charakterisirt hat, daß nur die Börseninteressenten oder vorzugsweise nur diese darin vertreten sind, diese öffentlichen Interessen genügend gewahrt und gewürdigt werden?

Sachv. **Wiener:** Wenn ich die Frage dahin verstehen darf, ob ich eine Aenderung in der Organisation der die Börse vertretenden Organe wünsche, so habe ich die Frage zu bejahen, wie ich das bereits früher gethan habe.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Meine Frage geht dahin, ob Ihr Vorschlag gerade auch auf diesen Punkt sich erstrecken soll, nämlich auf die Mitwirkung bei der Emissionsthätigkeit. In dieser Beziehung ist z. B. von manchen Sachverständigen in Vorschlag gebracht, es sollte ein erweitertes Börsenkommissariat über diese Fragen zu entscheiden haben, und es sollte dafür gesorgt werden, daß in diesem erweiterten Börsenkommissariat nicht blos die eigentlichen Börseninteressen vertreten sind. Wenn der Herr Sachverständige nicht seine Reformvorschläge auch auf diesen Punkt erstrecken will, würde ich ihm noch einige Fragen bezüglich des Staatskommissars vorlegen.

Sachv. **Wiener:** Ich glaube, Herr Geheimrath, es wird sich empfehlen, daß Sie mir diese Fragen vorlegen, weil ich zwar die Mitwirkung dieser reorganisirten Börsenbehörde auch bei diesem Punkte eintreten lassen möchte, aber mir allerdings bewußt bin, daß die Thätigkeit einer solchen erweiterten und in ihrer Leistungsfähigkeit im Interesse der öffentlichen Wohlfahrt reformirten Behörde gerade nach dieser Richtung hin wenig zu leisten im Stande sein wird.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann würde ich mir die positive Frage gestatten, ob der Herr Sachverständige der Ansicht ist, daß bei der Emission größerer Anleihen in erheblichem Umfang wirthschaftliche Interessen des Inlandes in Frage kommen, und bejahenden Falls, daß bei der gegenwärtigen Organisation des Börsenkommissariats diese Interessen eine sichere Würdigung und angemessene Berücksichtigung erfahren?

Dann möchte ich darauf hinweisen, daß es wohl von keiner Seite beabsichtigt ist, die Entscheidung über die Zulassung allein in die Hände von Staatsbehörden zu legen, sondern ihre Mitwirkung ist nur in der Weise gedacht, daß etwa ein Staatskommissar in dem Börsenkommissariat sich befindet und an den Beschlüssen mit entscheidender Stimme Theil nimmt. Es würde damit ein großer Theil der Bedenken fortfallen, die der Herr Sachverständige gegen die Mitwirkung staatlicher Behörden ausgeführt hat. Insbesondere könnte man doch, — ich bin mit dem Herrn Sachverständigen darin einverstanden, daß bei dieser Frage nur die wirthschaftlichen Gesichtspunkte, also ob die wirthschaftlichen Interessen des In-

landes die Zulassung der Anleihe gestatten oder nicht, berücksichtigt werden dürfen, — in einer derartigen Mitwirkung eines Staatskommissars nicht die Uebernahme einer Verantwortlichkeit seitens des Staats erblicken.

Es würde durch diese Instanz nur Vorsorge dafür getroffen werden, daß die allgemeinen Gesichtspunkte und Interessen des Inlandes angemessene Würdigung erfahren, daß also beispielsweise zur Zeit die Lage des Geldmarktes eine erhebliche Inanspruchnahme des allgemeinen Kredits im Inlande für Zwecke des Auslands gestattet. Diese Frage wird jetzt überhaupt garnicht geprüft, denn die Aeltesten stellen sich auf den Standpunkt, daß sie diese Frage in den Kreis ihrer Erwägungen zu ziehen nicht berechtigt und verpflichtet sind. Sie genehmigen jetzt einen Prospekt, auch wenn sie wissen oder wissen können, daß mit Rücksicht auf die zeitige Geldlage des Geldmarktes eine Inanspruchnahme des öffentlichen Kredits für auswärtige Zwecke in hohem Maße schädlich sein würde. Also es fehlt jetzt an einer Instanz überhaupt, die diese Interessen prüft und dafür sorgt, daß bei der Entscheidung über die Zulassung auswärtiger Anleihen dieselben angemessen berücksichtigt werden. Halten Sie diese Interessen nicht für so wichtig, daß sie eines Schutzes bedürfen, oder wollen Sie, wenn Sie sagen, die Bestimmungen haben sich im Allgemeinen bewährt, damit ausdrücken, diese Interessen bedürfen keines Schutzes?

Sachv. **Wiener:** Ich habe die Frage, ob für die Interessen des Publikums, für die allgemeinen Interessen genügend gesorgt ist, nicht bejaht. Ich bin im allgemeinen der Ansicht, es sind Mißstände vorhanden. Darüber läßt sich kaum mehr streiten. Diskutiren läßt sich nur darüber, ob die Beseitigung auf diesem oder jenem Wege zu wünschen ist, und wenn ich nun auf die einzelnen Ausführungen des Herrn Geheimraths Gamp erwidern soll, so muß ich dabei bleiben: die Mitwirkung des Staates halte ich für bedenklich, auch wenn, was selbstverständlich ist, in seine Hände nicht die alleinige Entscheidung gelegt wäre. Schon seine Mitwirkung halte ich für bedenklich, weil ich der Ueberzeugung bin, es läßt sich auf diesem Gebiete wenig erreichen, und der Staat belastet sich mit einer Verantwortung, der er nur zu einem so geringen Theil gewachsen ist, daß das Ganze auf eine Schädigung der Staatsautorität hinauslaufen muß. Das führte auch zu einer Beeinträchtigung der Vorsicht des Einzelnen, während es mir die Aufgabe der Börsenreform zu sein scheint, gerade die Verantwortlichkeit des Einzelnen für die Wahrnehmung seiner Interessen an der Börse zu steigern. Wenn jetzt schon das Publikum im Erwerb der Papiere nicht die genügende Vorsicht entwickelt, so frage ich, was spricht dafür, daß es diese Vorsicht in entwickelterem Maße bekunden würde, wenn es sich sagte, da sitzt ein Staatsbeamter innerhalb des Börsenkommissariates, der an der Entscheidung über alle Fragen betheiligt ist.

Das sind meine Bedenken gegen die Mitwirkung des Staates. Dazu kommt aber, daß ich der Meinung bin, wenn erst der Staat eine Mitwirkung bei dieser Frage ausübt, er verpflichtet wäre, eine ganze Reihe wirthschaftlicher und öffentlicher Fragen mit in das Bereich der Entscheidung darüber zu ziehen, ob und welche Papiere zu emittiren sind, seine Unzulänglichkeit allen diesen Dingen gegenüber aber nur um so stärker hervortreten würde.

Ich bin der Meinung, daß, soweit auf diesem Gebiet überhaupt etwas geschehen kann, und es wird das allerdings im Vergleich mit den idealen Zielen, die sich Mancher steckt, geringfügig bleiben, aber soweit überhaupt etwas

erreichbar ist, könnte durch eine entsprechend organisirte Börsenbehörde mehr geschehen als bisher geschehen ist.

In Bezug auf die Zusammensetzung der bisherigen Börsenbehörden bin ich zu der Ueberzeugung gelangt, daß hier eine schwere Anomalie vorliegt, die unbedingt beseitigt werden müßte. Die Börse ist ohne das Publikum nichts, sie wird, was sie ist, erst indem Börse und Publikum mit einander in Verbindung treten. Von diesen beiden Parteien ist nun in den Börsenbehörden nur eine vertreten, die Börse selbst. Der Nachtheil, der hierin liegt, — die hier anwesenden Mitglieder des Aeltestenkollegiums werden mir eine rückhaltlose Beantwortung des Gegenstandes nicht verübeln — geht schon aus der Zusammensetzung des Berliner Aeltestenkollegiums hervor. Die kaufmännische Vertretung von Berlin wird durch das Aeltestenkollegium repräsentirt. Weil in dem Bereich des Berliner Geschäftes die Börse seit Jahrzehnten ein besonders integrirendes Element bildet — daher ist es gekommen, daß die kaufmännischen Interessen Berlins durch ein Kollegium vertreten werden, in dem, wie sich sehr leicht nachweisen läßt, die Börse und ihre spezifischen Interessen eine unverhältnißmäßig starke Vertretung finden. Bin ich dieser Meinung schon in Bezug auf die Zusammensetzung des Aeltestenkolleginms, so trifft das noch um so mehr zu mit Bezug auf die Zusammensetzung der Börsenkommissionen.

Das Börsenkommissariat ist eine Behörde, in deren Hände sehr gewichtige Aufgaben für die Gestaltung des Börsengeschäftes gelegt sind, in der aber die Börse, die doch nur eins der Elemente bildet, ausschließlich vertreten ist, das andere der Zahl und Bedeutung nach viel erheblichere Element des Publikums gar keine Vertretung hat. Darauf also würde meiner Ansicht nach Bedacht zu nehmen sein, daß im Börsenkommissariat fortan nicht mehr blos Vertreter, zünftige Vertreter des Börsengeschäfts sind, das Börsenkommissariat sich nur aus solchen zusammensetzt, daß vielmehr in dieses Kommissariat auch solche Persönlichkeiten hineinzuwählen wären, welche als Vertreter des allgemeinen Interesses gelten können.

Gegenwärtig wird das Börsenkommissariat zusammengesetzt unter einer wesentlichen Mitwirkung des Aeltestenkollegiums, und indem es von diesem ressortirt. Wenn zunächst das Aeltestenkollegium eine andere Zusammensetzung erführe dadurch, daß Berlin statt des Aeltestenkollegiums eine Handelskammer wählte und aus dieser die Börsenbehörden gebildet würden, in deren Händen einerseits die Interessen der Börse, aber auch die Interessen des Publikums lägen, soweit es am Börsengeschäft betheiligt ist, so würde in Bezug auf eine ganze Reihe von Mißständen Abhülfe geschaffen werden können, allerdings, wie ich hinzufügen möchte, in dem beschränkten Maßstabe, in dem überhaupt derartigen elementaren Kräften gegenüber, wie sie im Börsengeschäfte mitwirken, Abhülfe möglich ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen noch bitten, mir die Frage zu beantworten, die ich konkret an ihn gerichtet habe, ob er es für zweckmäßig und für geboten erachtet, daß in denjenigen Fällen, in denen eine Inanspruchnahme des allgemeinen Kredits für Zwecke des Auslandes eine Schädigung inländischer Interessen z. B. mit Rücksicht auf die Lage des Geldmarktes bedingen würde, eine solche Anleihe durch das von ihm gewünschte Börsenkommissariat ausgeschlossen wird?

Sachv. **Wiener:** Ich möchte diese Frage dahin beantworten, daß es unter gewissen Umständen erwünscht

wäre, daß eine solche Anleihe ausgeschlossen würde. Ob aber die Kompetenz der reorganisirten Börsenbehörde dahin zu erweitern wäre, in dem Sinn, wie Herr Geheimrath Gamp es skizzirte, das kann ich nur mit aller Zurückhaltung beantworten.

Das aber glaube ich, daß, da im Bereich des Emissiansgeschäftes eine ganze Reihe offenbarer Mißstände zu Tage getreten ist, diese Börsenbehörde wohl Gelegenheit finden würde, die Interessen des Publikums zur Geltung zu bringen und eventuell eine Emissian, welche wohl auch unter den allgemeinen wirthschaftlichen Gesichtspunkten, van welchen Herr Geheimrath Gamp spricht, ungeeignet erscheint, von der Börse zurückzuhalten wüßte. Es wird das zum Theil davon abhängen, welche Kompetenzen dieser Börsenbehörde eingeräumt werden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Alsa Sie würden es für zweckmäßig erachten, daß ihr wenigstens diese Kompetenz eingeräumt wird?

Sachv. **Wiener:** Ich bin nicht im Stande, diese Frage ohne weiteres zu beantwarten. Einerseits sehe ich das wirthschaftliche Interesse unzweifelhaft vorhanden. Aber wenn ich den Staat dazu für unqualifizirt halte, eine Emissian aus allgemeinen wirthschaftlichen Gesichtspunkten zurückzuhalten, sehe ich doch auch Bedenken varliegen, daß dies eine salche Börsenbehörde thut. Immerhin, wenn die Frage sa gestellt wäre, wer van beiden es thun solle, würde ich mich unzweifelhaft für eine salche reformirte Börsenbehörde entscheiden.

Vorsitzender: Glauben Sie, daß das wirksam sein würde, daß alsa ein Einfluß solcher auswärtigen Anleihen auf den inländischen Geldmarkt nicht vorhanden sein würde, wenn die Börsenbehörde ihre Zustimmung versagte?

Sachv. **Wiener:** Das ist anzunehmen. Die Beeinflussung des Geldmarktes scheint mir in zwei Dingen zu liegen: einerseits findet eine Belastung des deutschen Geldmarktes mit salchen Kapitalien statt, unser Kapital wird mehr den heimischen Zwecken entfremdet, was zum Theil van nachtheiligem Einfluß auf die Unterbringung heimischer Staats- und Kommunalanleihen sein kann.

Zweitens können mit dem Erwerb dieser Papiere Verluste verbunden sein. Diese treten um sa wahrscheinlicher ein, wenn solche Emissionen in einer Zeit der Hypertrophie unternommen werden. Ich kann aber hier, wie gesagt, nur mit: non liquet antworten.

Vorsitzender: In Belgien ist es ausdrücklich ausgesprachen, daß die Börsenbehörden eine Anleihe streichen können, sabald sie mit den öffentlichen Interessen in Widerstreit geräth, und in Frankreich hat man kein Bedenken getragen, auch den Finanzminister zu berechtigen, die Notirung fremder Werthe zu untersagen. In welchem Umfange von diesem starken Mittel Gebrauch gemacht warden ist, ist mir allerdings nicht bekannt.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte var Analagien warnen. Ich glaube nicht, daß, was der französische Finanzminister auf dem Gebiet des Emissionswesens thut, auf unsere Verhältnisse übertragen werden sallte, und ich halte es für durchaus wahrscheinlich, daß ein Vergleich beider Länder zu Ungunsten von Frankreich ausschlägt.

Prafessar Dr. **Cohn:** Sie haben vorhin bei der Erörterung der Schwierigkeiten, die der staatlichen Aufsicht gegenüber fremden Anleihen entgegenstehen, einen interessanten Gesichtspunkt hervorgehoben, der, wenn ich recht verstanden habe, darin bestand, daß Sie wünschten, es möge bei der Zulassung einer fremden Anleihe, wie Sie sich ausdrücken, der Werth eruirt werden, im Gegensatz

zu dem Kurse, zu welchem die Anleihe an den Markt gebracht wird. Zunächst ist diese Terminalogie selber etwas dubiös. Eher wird man sprechen dürfen von dem inneren oder dem wahren Werth im Gegensatze zu dem Marktwerth.

Nun möchte ich Sie fragen, wenn das passirt ist, was wir mit Argentinien erlebt haben, wo wir nachher sehen, diese mit 80 Prozent unter fünfprozentiger Verzinsung bezahlten Papiere sind höchstens 30 Prozent werth — wer, der Staat oder irgend jemand sonst, soll Ihnen vorher sagen, daß sie 30 Prozent werth sind. Wenn ein so berufsmäßiger Fachmann, wie das Haus Baring, sagte, sie sind 80 Prozent werth, wo in aller Welt werden Sie einen Mann finden, der Ihnen vorher sagt, sie sind nur 30 Prozent werth? Das ist eine ex post facto Beurtheilung, die a priori niemals stattfinden kann. Ich möchte Sie also hierüber um Aufklärung bitten.

Sachv. **Wiener:** Ich muß bemerken, daß Sie mich mißverstanden haben, ich habe mich der Frage gegenüber mit äußerster Zurückhaltung geäußert, ob einer Börsenbehörde diese Kompetenz zuzuweisen sein wird. Den Werth zu bestimmen, halte ich für ganz unmöglich, wie Sie auch selbst, Herr Professor Cohn, sagen. Wie sollte auch derjenige, der argentinische Papiere zu 80 Prozent erworben hat und das Unglück hat, diese Papiere auf 30 fallen zu sehen, eines Tages durch einen Eingriff von außen dekretirt sehen, daß seine Papiere nur 30 werth sind?

Professor Dr. **Cohn:** Das habe ich nicht gesagt, Sie haben mich mißverstanden.

Sachv. **Wiener:** Ich bedaure sehr.

Professor Dr. **Cohn:** Ich habe nur gefragt, wie diese Korrektur der Werthfeststellung der riskanten Kapitalsanlagen in aller Welt mit irgend einer Instanz herbeigeführt werden soll, nachdem die Erfahrung gezeigt hat, daß selbst die besten Fachmänner sich geirrt haben?

Sachv. **Wiener:** Dann kann ich nicht anders sagen, als es liegen Mißverständnisse zwischen uns beiden vor. Ich behaupte, daß das nicht geht, und ich habe ausdrücklich gesagt, in welche Schwierigkeiten es den Staat bringen würde, wenn er sagen soll z. B., Argentinier sind 30 werth, aber nicht 80. Dazu ist er außer Stande, und ebenso auch die Börsenbehörden.

Vorsitzender: Die Herren sind ganz einig?

Professor Dr. **Cohn:** Wenn ich ein positives Ergebniß ziehe, so bleibt der riskante Charakter solcher Anleihen übrig.

Sachv. **Wiener:** Das ist unzweifelhaft gewiß!

Professor Dr. **Cohn:** Dann wollte ich noch eine andere Frage an Sie richten. Sie sprechen von einer Reorganisation des Berliner Aeltestenkollegiums zu einer neuen Handelskammer. Ist Ihnen klar, daß Sie damit ein ganz neues Element in unsere Handelskammern hineinbringen. Das hat ja viel für sich, Sie wollen für eine bessere Vertretung des Publikums sorgen.

Sachv. **Wiener:** Diese Organisation einer Vertretung des Publikums an der Börse halte ich für eine der wichtigsten Einrichtungen, die überhaupt geschaffen werden können. Mir scheint nichts bedenklicher zu sein an der Börse als gerade ihre Exklusivität, und deshalb muß ich mich auch gegen den Vorschlag, der nach Analogie der Londoner Börse die korporative Verfassung der Börse eingeführt zu sehen wünscht, aufs allerentschiedenste aussprechen.

Ich bin der Meinung, wenn man gewisse Vorstellungen auch der ernstesten Leute in Bezug auf die Schäden, welche im Bereich des Börsengeschäftes vorliegen, zusammenfaßt, so wird man dies dahin ausdrücken können, die Leute haben die Vorstellung, wohl nicht ganz unberechtigter Weise, es existire eine spezifische Börsenmoral, welcher beizukommen überaus erwünscht wäre, und dieser spezifischen Börsenmoral, die durch eine gewisse, ich kann es nicht anders sagen, Laxität der Grundsätze einerseits und durch die Eigenart des Börsengeschäftes andererseits geschaffen ist, würde doch in ziemlich wirksamer Weise entgegengewirkt werden, wenn die Börse oder die Börsenbehörden nicht in sich abgeschlossene Konventikel wären, sondern mehr unter Kontrole und im Kontakt mit andern Vertretern des Handels ständen, von denen man annehmen kann, daß sie die Interessen der Allgemeinheit mehr berücksichtigen werden, schon weil sie nicht persönlich so interessirt sind an diesen besonderen Fragen.

Freiherr **von Huene:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, wie er sich die Mitbetheiligung des Publikums denkt. Ich glaube, er wird bei der Frage der Reorganisation auch die Frage erörtern müssen, wie er sich das denkt, daß Mitglieder des Publikums hineinkommen, wer sie wählt, u. s. w. Glaubt er, daß unter dem Publikum blos diejenigen zu verstehen sind, die dem Handel angehören, oder sollen sich noch weitere Kreise betheiligen?

Sachv. **Wiener:** Eine jede solche Organisation muß auf eine bestimmte positive Basis gestellt sein und kann nicht vage geschaffen werden. Ich kann mir nicht gut vorstellen eine Vertretung an der Börse, eine Börsenkommission, in die man einen Tagelöhner von der Straße hineinzuwählen Gelegenheit hätte. Aber ich glaube auch, es würde ausreichend für die Wahrnehmung der öffentlichen Interessen gesorgt sein, wenn aus der Handelskammer, die ja alle Elemente des Handels umfaßt, neben spezifischen Börsenvertretern auch solche anderweitiger Geschäftszweige und in ihrer Gesammtheit Vertreter der allgemeinen öffentlichen Interessen gewählt würden.

Ich möchte einem Einwand begegnen, der leicht gemacht werden kann, daß ja an anderen Börsenplätzen schon derartige kaufmännische Vertretungen, Handelskammern, existiren. Es könnte jemand meinen, daß damit ja für diese Interessen schon gesorgt ist, und sagen, daß dort trotzdem alle diese Mißstände vorhanden sind. Aber da meine ich darauf Gewicht legen zu müssen, daß es vor allem darauf ankommt, wenn eine Umgestaltung des deutschen Börsenverkehrs geschaffen werden soll, in Berlin für das Erforderliche Sorge zu tragen. Denn ist in Berlin nicht ausreichend gesorgt für die Wahrnehmung dieser Interessen, so ist es in Frankfurt und anderen Plätzen auch nicht der Fall. Sie werden in der That so wesentlich bestimmt sowohl durch die Geschäfte, die hier gemacht werden, als durch die Geschäftsmaximen an der Berliner Börse, Berlin übt einen so beherrschenden Einfluß aus, daß nur dann etwas geändert werden kann, wenn man in Berlin den Hebel ansetzt. Vor allem wird für eine andere Vertretung des Publikums zu sorgen sein, um den inneren Widerspruch zu beseitigen, daß bei der Erledigung der Börsenangelegenheiten, um von einem bestimmten Falle zu sprechen, bei der Emission eines Papieres, bei der meiner Ansicht nach das Interesse des Emissionshauses weit zurücktritt hinter den Interessen des Publikums, eine Mitwirkung des Publikums vollständig ausgeschlossen ist und die Entscheidung lediglich in die Hände von Börseninteressenten gelegt ist.

Freiherr **von Huene:** Sie wollen also die Vertretung des Publikums Mitgliedern des Handels übergeben?

Sachv. **Wiener:** Ja! Ich möchte nicht sagen, daß das der einzige Weg ist, aber es scheint mir eine positive Grundlage für die Lösung der Frage zu sein, wie sich das Publikum besser vertreten läßt. Würde sich ein noch geeigneterer Weg finden, so hätte ich nichts dagegen einzuwenden.

Vorsitzender: Es müßten wohl auch nach Ihrer Ansicht Leute sein, die an dem Börsenverkehr Interesse haben. Beispielsweise würden Richter oder etwa Künstler schwerlich bereit sein, eine Vertretung im Börsenkommissariat zu übernehmen.

Sachv. **Wiener:** In der That, eine Mitwirkung von Künstlern wäre nicht sehr vortheilhaft.

Vorsitzender: In Brüssel besteht die Kommission aus Leuten, die der eigentlichen Börse angehören, zum Beispiel solchen, die aus den Kreisen der Makler hervorgehen, und es ist der Kommission frei gegeben, welche Leute sie aufnimmt, aber das ist ganz klar, daß jedenfalls der Handel bevorzugt wird. Mit der Vertretung des Publikums ist es nicht so einfach.

Sachv. **Wiener:** Mir scheint eine solche unvermeidlich und unentbehrlich, und ich glaube, es ist nur eine Art falscher Tradition, wenn es bisher nicht geschehen ist.

Graf **Arnim:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob der Gedanke der Bildung einer Handelskammer zusammenhängt mit den Bestrebungen, die in Berlin in verschiedenen Versammlungen geltend gemacht worden sind, die dahin gingen, daß die 16000 Kaufleute, die momentan in Berlin keine Vertretung haben, eine solche erhalten. Es wird vielfach darauf erwidert, daß es jedem dieser 16000 unbenommen sei, der Korporation der Börse beizutreten und ich möchte von dem Herrn Sachverständigen die Gründe hören, warum, wenn der Wunsch bei den Kaufleuten besteht, in größerer Zahl vertreten zu sein, nicht mehr in die Korporation eintreten. Wenn ich mich recht erinnere, sind von den 16000 nur 1600 inkorporirte Börsenleute.

Sachv. **Wiener:** Ich glaube, diese Frage forderte eine sehr eingehende Beantwortung. Es ist nicht unwesentlich daran Schuld eine gewisse Trägheit, welche sich der Reform aller solcher Institutionen hindernd in den Weg stellt. Auch spielt hierbei eine Rolle die Vorstellung, daß bei dem Prävaliren des spezifischen Börseninteresses innerhalb des Aeltestenkollegiums, wenig herauskommen würde, auch wenn der eine oder der andere beiträte.

Wenn Herr Graf Arnim mich fragt, ob meine Anregung in Zusammenhang steht mit einer gewissen Agitation in Berlin, so kann ich nicht behaupten, daß ein solcher innerer oder äußerer Zusammenhang besteht. Es ist ein Gesichtspunkt, der wiederholt in Berlin Anlaß zur öffentlichen Erörterung gegeben hat. Gerade das Blatt, das ich vertrete, hat sich dieses Gegenstandes angenommen, und es ist nicht unmöglich, daß das diese Bewegung von neuem in Fluß gebracht hat. Sie erscheint mir im Ganzen aber nicht gerade in einem Stadium sich zu befinden, daß sie ohne starke neue Impulse Aussicht auf Verwirklichung hat.

Graf **Arnim:** Der Herr Sachverständige hat gesagt, daß die Börsenkommission nicht diejenige Unbefangenheit und diejenige Zusammensetzung hätte, die bei den sehr schwerwiegenden Fragen der Emission eines Papiers

erwünscht sei, und er hat demgemäß eine Verstärkung dieser Kommission vorgeschlagen.

Nun möchte ich ihn fragen, ob er sich ein Bild gemacht hat, in welcher Weise diese Verstärkung etwa eintreten könnte, ob nicht, wie es meiner Ansicht nach erwünscht ist, ad hoc, nicht für alle Geschäfte, aber gerade für die Entscheidung über Emissionen, im Wege der Gesetzgebung — Frankreich und Belgien haben ja eigene Emissionsgesetze, was mir auch für Deutschland dringend nothwendig erscheint — aus dem Publikum eine Anzahl Großindustrieller, eine Anzahl Nationalökonamen, kurz, ein Kollegium von, ich will sagen, 20—30 Personen zusammengesetzt werden könnte, welches ganz unabhängig die Prüfung vornimmt.

Ich will den Fall mit der rumänischen Anleihe erwähnen, die in diesen Tagen ausgegeben wird. Die Emission ist außerordentlich inopportun und deshalb bedauerlich, weil wir die Absicht haben, mit Rumänien einen Handelsvertrag abzuschließen, und die Verhandlungen erleichtert worden wären, wenn mit dieser Anleihe gezögert worden wäre. Das ist entschieden ein politischer Gesichtspunkt, der von Bedeutung ist. Zur Zeit haben augenscheinlich die emittirenden Häuser für diese Frage kein Interesse, ihnen liegt nur daran, die Emission auszugeben und ein gutes Geschäft zu machen.

Eine unabhängige Kommission würde im Stande sein, diese allgemeineren Interessen zu erwägen und würde ein non liquet aussprechen können, ohne daß dadurch der Staat irgendwie kampramittirt und irgendwie in seiner Verantwortlichkeit für die Bonität des Papieres vinkulirt wird.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte demgegenüber doch Einzelnes einwenden. Wenn Herr Graf Arnim den Vorschlag macht, daß ein solches allgemeines Kallegium gewählt werden soll, welches nicht in unmittelbarem Konnex mit einer anderweitigen arganisirten Behörde existirt, wenn ein solches frei geschaffen werden sall, sa ist es dach sehr fraglich, ob ein solches Kollegium überhaupt möglich sein wird. Gesetzmäßig kann es nicht gut geschaffen werden, es kann nicht gut jemand gezwungen werden, einem Kollegium beizutreten, das sich mit der Emissian von Prospekten, einer nicht gerade sehr erquicklichen Aufgabe, beschäftigt. Ich bin gegen die Wahl einer solchen Kommission ad hoc schan deshalb, weil, wie ich später werde nachweisen können, eine ganze Reihe von Punkten der Börsenreform, bei denen meiner Ansicht nach mit dem Gesetz, mit einem Eingreifen des Staates nichts zu erreichen wäre, eine allgemein aus Vertretern des Handels gebildete Börsenbehörde im Stande sein würde, mancherlei Vortheilhaftes zu erwirken.

Wenn Herr Graf Arnim die rumänische Anleihe anführt, als ein Beispiel dafür, wie leicht es Vertretern des öffentlichen Interesses wäre, diese Emissian aus gewissen öffentlichen Gesichtspunkten zu untersagen, so scheint mir diese rumänische Anleihe vielmehr für das Gegentheil zu sprechen. Es ist möglich, daß der palitische Gesichtspunkt seine Betonung verdient, daß die Handelsvertragsverhandlungen sehr erleichtert würden, wenn von ihrem Zustandekommen die Emission des rumänischen Papieres abhängig gemacht würde; aber andererseits müßte ich und jeder, der über die Frage urtheilt, doch um vieles mehr eingeweiht sein in die besanderen Verhältnisse und Bedürfnisse, welche für die rumänische Regierung varliegen, Geld aufzunehmen. Wenn die Vertragsverhandlungen scheitern würden, würde nach dem Urtheil des Grafen Arnim die rumänische Anleihe in Deutschland nicht emittirt werden dürfen. Ich glaube aber, daß unter Umständen

dadurch manche große Interessen geschädigt werden würden. Wir wissen nicht, wie viel Rumänien schuldig ist an deutsche Produzenten, welche Rumänien etwa mit Kriegsmaterial versorgt haben, und wir sind auch sonst nicht orientirt, in wie weit vielleicht die Anleihe — die jetzt unter Bedingungen, die vortheilhaft sein mögen für Rumänien, vielleicht nicht vortheilhaft für die deutschen Zeichner, darüber habe ich kein Urtheil — dazu gebraucht wird, um bisherige Verpflichtungen zu erfüllen. Möglicherweise käme Rumänien z. B. sonst nicht in die Lage, seinen Koupon am 1. Juli zu bezahlen.

Also daß einer solchen Behörde sehr große Schwierigkeiten entgegenstehen, scheint mir auch dieser Fall zu beweisen, und ich kann nur wiederholen, daß so wünschenswerth es auch ist, daß das Publikum und die allgemeinen Interessen eine andere Vertretung haben, als sie ihnen bisher zu Theil geworden ist, doch von einem Eingreifen des Staates abzusehen ist.

Im Uebrigen spreche ich nicht von einer bewußten Befangenheit der Kommissionsmitglieder. Daß ihnen ihr eigenes Interesse näher liegt als das öffentliche, das ist das Recht, welches das einzelne Individuum beansprucht.

Ich wiederhole nochmals, daß nach meiner Ansicht in Bezug auf die Frage, ob ein Papier zugelassen werden soll oder nicht, diese Behörde immer nur eine sehr beschränkte Wirksamkeit haben wird.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Zunächst möchte ich bemerken, daß von manchen Seiten für die Entscheidung über die Zulassung von Effekten die Einsetzung einer Kommission in Anregung gebracht worden ist, bestehend aus hervorragenden Fachleuten, Industriellen und Nationalökonomen, welche natürlich auch dem Gesichtspunkt Rechnung zu tragen hätte, ob eine ausländische Anleihe geeignet ist, dem einheimischen Markt neue Arbeitsgelegenheit zuzuführen. Es ist jetzt die Kontrole darüber, ob die Versprechungen, die in dieser Beziehung etwa von ausländischen Staaten gemacht sind, in der That erfüllt worden sind, außerordentlich schwer, zumal es auch jetzt an einem Interesse der emittirenden Bankhäuser, darüber eine Kontrole eintreten zu lassen, fehlt; während, wenn in diesem Komité vielleicht der Geheimrath Jencke und Freiherr v. Stumm und ein Paar andere Industrielle wären, von demselben viel eher und wirksamer eine Kontrole darüber ausgeübt werden könnte, ob die den Emissionsfirmen gemachten Versprechungen, bezüglich größerer Bestellungen im Inlande, in der That gehalten sind und ob diese Bestellungen als angemessenes Aequivalent für die Zulassung der ausländischen Anleihe anzusehen sind.

Ob diese Interessen besser und wirksamer durch eine Handelskammer gewahrt werden würden, scheint mir doch sehr zweifelhaft, denn wir sehen an einer Reihe von Handelskammern, daß in dieselben ebenfalls vorzugsweise Großkapitalisten und Börseninteressenten hineinkommen, wie sie jetzt im Aeltestenkollegium von ausschlaggebender Bedeutung sind.

Nach den Bestimmungen des Handelsgesetzbuches würde es übrigens nicht ausgeschlossen sein, daß wenn in Berlin eine Handelskammer errichtet würde, lediglich die ganz kleinen Kaufleute die Verwaltung der Börse und der gesammten Handelsangelegenheiten in die Hand bekämen. Ich halte eine solche Möglichkeit gar nicht für so fernliegend. Es wird Ihnen z. B. nicht unbekannt sein, daß bei der von den Kleinkaufleuten gegen die Konsumvereine betriebenen Agitation es in Oppeln die größten Schwierigkeiten gemacht hat, die hervorragendsten Kaufleute und Industriellen in die Handelskammer zu

bekommen. Es würde auch hier eine kräftige Agitation die kleinen Kaufleute zusammenbringen können, und wenn es gelänge, auf irgend einem Wege — vielleicht würden die Sozialdemokraten auch mitthun — diese kleinen Kaufleute zu einem Verein zusammenzufassen, so würden sie ein so erhebliches numerisches Uebergewicht haben, daß sie alle übrigen über den Haufen werfen und die Vertretung der kaufmännischen und Börseninteressen allein übernehmen können.

Es würde also mindestens, um dem Gedanken des Herrn Sachverständigen, den ich für berechtigt halte, praktische Ausgestaltung zu geben, zunächst das Handelsgesetzbuch in der Richtung geändert werden müssen, daß eine Garantie dafür geschaffen wird, daß nun nicht umgekehrt der Großkaufmann und die Börseninteressenten völlig von der Vertretung in der Handelskammer und von der Verwaltung der Börse ausgeschlossen bleiben.

Sachv. **Wiener:** Das erkenne ich durchaus an. Ich wollte nur ein Prinzip aussprechen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich bin jetzt in Verlegenheit, daß durch die eben gehörten Ausführungen des Herrn Geheimrath Gamp mehrere Fragen erledigt sind, und ich will natürlich nicht darüber sprechen, ob es im Prinzip besser sei, einer Korporation oder einer Handelskammer die Wahrung der kaufmännischen Interessen in Berlin anzuvertrauen, sondern nur in Bezug auf einen Punkt, in dessen Berathung wir uns befinden, in wiefern die Einwirkung auf die Notirung und das Verfahren an der Börse verbessert werden könnte in einer oder anderer Beziehung beiläufig bemerken, was jedenfalls dem Herrn Sachverständigen nicht unbekannt ist, daß thatsächlich im Aeltestenkollegium 21 Mitglieder sitzen, von denen 14 zur Fondsbörse in keiner Beziehung stehen und nur 7 als solche zu betrachten sind; daß ferner das Aeltestenkollegium immer versucht hat, in das Börsenkommissariat nur solche Personen hineinzubringen, die weder mit der Emission noch mit dem Effektenhandel in Beziehung stehen, daß aber leider diese Bemühung recht schweres Gelingen gefunden hat, weil die ganz außerhalb dieser Bestrebungen stehenden Kaufleute sich nicht immer so bereit finden lassen, um für gänzlich fremde Interessen dort zu wirken.

Nun frage ich den Herrn Sachverständigen, ob es ihm bekannt ist, daß in der Geschäftsordnung des Börsenkommissariats in dem § 11 ein sehr wirksames Mittel gegeben ist, um die Interessenten, d. h. diejenigen, die bei der Frage der Zulassung eines Papiers betheiligt sind, völlig auszuschließen?

Es heißt da:

> „Mitglieder der Sektion des Börsenkommissariates, welche die Zulassung eines neuen Papiers zum Handel und zur Notirung beantragt haben sowie etwaige Konsortialbetheiligte dürfen bei der Berathung und Beschlußfassung über diesen Antrag nicht anwesend sein.
>
> Hegt ein Mitglied des Börsenkommissariats der Fondsbörse Bedenken darüber, ob es wegen eines anderen als des im vorstehenden Absatze bezeichneten Interesse zur Sache bei der Berathung und Beschlußfassung über den Antrag anwesend sein soll oder nicht, oder wird ein solches Bedenken von Seiten eines anderen Mitgliedes des Börsenkommissariats oder des Antragstellers mit sachlicher Begründung geltend gemacht, so entscheidet das Börsenkommissariat endgültig darüber, ob ein Grund zur Besorgniß der Befangenheit in Bezug auf das betreffende Mitglied vorliegt

und deshalb dasselbe bei der Berathung und der Beschlußfassung über den Antrag nicht anwesend sein darf."

Dadurch wird also ein Zustand geschaffen, daß die Interessenten auch nicht mal anwesend sein dürfen, also auch nicht mal vielleicht an sie gestellte Fragen aufklären dürfen, um jede Mitwirkung abzuschneiden.

Hat nun der Herr Sachverständige die Meinung, daß, wenn man also vielleicht dadurch, daß man die Vertretung der Kaufmannschaft von Hause aus ändern wollte, — ihm schwebt doch jedenfalls das Bild vor, daß, wenn eine anderweitige Vertretung stattfände, auch das Börsenkommissariat ein anderes werden würde, so denke ich mir wenigstens seinen Gedanken, daß Leute, die nicht an der Börse, nicht im Bankgeschäft thätig sind oder wenigstens nur zum Theil, — ob also diese nicht in ihrer Objektivität, die er gewahrt wissen will, so weit gehen, daß sie recht wenig instruirt sind über die maßgebenden Gesichtspunkte. Die Objektivität ist ja eine recht schöne Sache, aber wenn sie bis zur völligen Unkenntniß des eigentlich fachmännisch Nothwendigen sich steigert, dann ist sie vielleicht doch eine Uebertreibung,

(Heiterkeit)

eines Vorzugs, und ich möchte nun den Herrn Sachverständigen nach seiner Erfahrung mal zu der Beurtheilung der Frage auffordern, ob allein ein paar Händler, sagen Sie irgendwelche der Börse fernstehenden Personen,

(Ruf: Großklempner!)

ein Großklempner meinetwegen, ob der wohl, wenn er im Börsenkommissariat sitzt, mit besserer Intelligenz unparteiisch die Sache beurtheilen wird, und ob er nicht gerade leicht der Gefahr unterliegt, daß ihn irgend ein Interessent mit einem freundlichen Besuche beehrt, ihn informirt und dieser so Informirte nun aus voller Lunge für eine Sache plädiren wird, die er nicht kennt. Man sieht das auch bei anderen Gelegenheiten, daß jemand, der von Hause aus nichts von der Sache versteht, sich durch einen anderen informiren läßt und dann Behauptungen aufstellt, die er vielleicht in Sachen, die er wirklich versteht, nicht machen würde.

Sachv. **Wiener:** Darauf möchte ich Folgendes erwidern. Schlechter — das Urtheil klingt schroff — als sie gegenwärtig sind, können die Zustände kaum werden durch eine anderweitige Zusammensetzung der Börsenbehörden. Bei der weiteren Erörterung des Fragebogens wird sich ergeben, daß andere ganz offenbare Mißstände im Bereich des Börsengeschäftes sich abspielen, betreffs deren einerseits dem Börsenkommissariat, andererseits dem Aeltestenkollegium Gelegenheit zu Eingriffen gegeben wäre, wenn in diesen Behörden mehr für eine Vertretung der allgemeinen Interessen gesorgt wäre.

Vorsitzender: Mit Bezug auf die Zulassung aber nicht?

Sachv. **Wiener:** Nein, darum habe ich gesagt, nach dieser Richtung hin würde ich auch von einer neugestalteten Börsenbehörde keine große Wirksamkeit erwarten können und keine zu großen Hoffnungen darauf setzen.

Vorsitzender: Dazu gehören doch besondere technische Kenntnisse; denn die Sache ist recht schwierig.

Sachv. **Wiener:** Ja wohl!

Nun glaube ich, daß, selbst wenn wir bei der Emission bleiben, um Verständniß dafür zu haben, ob eine Emission stattfinden soll oder nicht, spezifische börsenmäßige Sachkenntniß doch nicht so sehr erforderlich ist. Das geht ja

schon aus der anderen Thatsache hervor, daß zum Erwerb des Papiers allerhand Leute herangezogen werden, die jedenfalls noch viel weniger verstehen als diejenigen Delegirten, denen das Vertrauen zu schenken wäre, an der Beurtheilung dieser Papiere mitzuwirken. Wenn Herr Geheimrath Frentzel behauptet hat, daß es fraglich ist, ob die Leute sich finden werden, welche geneigt wären, an der Erfüllung einer so unerquicklichen Aufgabe Theil zu nehmen, so meine ich, daß man dieses Bedenken vielleicht bei der Schaffung einer solchen selbstständigen Kommission, wie sie Graf Arnim vorgeschlagen hat, erheben könnte; aber ich zweifle nicht, die Ehre und auch das Interesse, einer Handelskammer oder einer ähnlichen Organisation anzugehören, wird immer groß genug sein, daß sich Leute finden werden, welche als Kandidaten für eine solche Behörde fungiren wollen und zugleich das Vertrauen verdienen hineingewählt zu werden, und die dann als Mitglieder einer solchen Kommission bereit sein würden, neben dem Börseninteresse das allgemeine Interesse wahrzunehmen.

Herr Geheimrath Frentzel fragte mich, ob es mir unbekannt sei, daß im Aeltestenkollegium auch jetzt schon 14 Mitglieder sind, die nicht zur Börse gehören.

(Ruf: zur Fondsbörse!)

Für mich handelt es sich nicht blos darum, daß die Interessen des Publikums, soweit sie nach der Fondsbörse hin gravitiren, sondern überhaupt die Interessen des Publikums, soweit dasselbe als integrirende Partei mit den Börsengeschäften zu thun hat, vertreten werden, im übrigen aber meine ich, daß allerdings eine Vertretung der Börse durch 7 Mitglieder im Aeltestenkollegium an sich schon vielleicht zu ausreichend erscheint, wenn man das gesammte große übrige Wirthschaftsgebiet in Rechnung zieht, das bei der Vertretung der kaufmännischen Interessen in Berlin in Betracht kommt.

Von den 14 aber, die nicht zur Fondsbörse gehören, ist eine Anzahl ebenfalls stark an der Börse interessirt. Es ist selbstverständlich, und ich habe das immer betont, daß ich nicht glaube, bewußte Befangenheit veranlasse sie zu den Entscheidungen, welche das Publikum schädigen. Aber ich muß sagen — darf ich mir gestatten, auf Sie zu exemplifiziren, Herr Geheimrath? — wenn Herr Frentzel sich auch im vollen Bewußtsein dessen befindet, was er dem öffentlichen Interesse schuldig ist, bedarf er als Mitglied eines großen Instituts, das es selbstverständlich als einen Vorzug und eine Ehre betrachtet, eine solche Persönlichkeit in seiner Verwaltung zu sehen, wenn er Theil nimmt an der Entscheidung über derartige Fragen eines Gegengewichtes in solchen Persönlichkeiten, die ganz und gar außerhalb der Beziehungen zum Börsengeschäft und zum Bankgeschäft stehen, zu den Bankfirmen, die ein Interesse daran haben, daß das Börsengeschäft sich in möglichst großem Umfange entwickelt, und ähnliche Interessen verfolgen.

Ich meine, die Thatsache, daß ein Theil von den 14 Herren des Aeltestenkollegiums zwar nicht unmittelbar am Börsengeschäft betheiligt ist, aber doch als Vertreter von Banken und sonstiger dem Börsengeschäft sehr nahestehender Unternehmungen, ebenfalls in gewissem Sinne als Vertreter der Börse angesehen werden können, — diese Thatsache muß doch wohl zu dem Wunsche führen, daß das Aeltestenkollegium oder die kaufmännische Vertretung Berlins eine andere Zusammensetzung erhält, als es gegenwärtig der Fall ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Gestatten Sie mir eine faktische Berichtigung. Ich bin nicht im Börsen-

kommissariat, habe also auch nicht amtlich über die Zulassung von Papieren zum Handel zu bestimmen.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte mir gestatten, daß ich auch nur von Herrn Geheimrath Frentzel als Mitglied des Aeltestenkollegiums gesprochen habe, daß er als solches auch eine eingreifende Thätigkeit in Bezug auf das Börsenwesen entwickelt. Es ist aber meine ausdrückliche Ueberzeugung, daß man auch solche Persönlichkeiten nicht wird entbehren können.

Nur ist der andere Theil meiner Ansicht nach nicht ausreichend vertreten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich meine, wir sprechen hier von der Zulassung der Papiere zur Notirung.

Sachv. **Wiener:** Die betreffenden Bestimmungen hängen vom Aeltestenkollegium ab, ausgeführt werden sie vom Börsenkommissariat.

Vorsitzender: Und die Praxis des Börsenkommissariats ist die der Aeltesten?

Sachv. **Wiener:** Das Aeltestenkollegium hat in so weit damit zu thun, als es diese Bestimmungen nicht gelten lassen würde, wenn es einen Widerspruch dagegen zu erheben hätte. Ich erkläre wiederholt, es wird im Laufe der Erörterung des Fragebogens sich ergeben, daß gewisse Mißstände vorliegen, die unter keinen Umständen geduldet werden dürfen und die nach meiner Meinung nicht geduldet würden, wenn das Publikum eine bessere Vertretung innerhalb der Börse gehabt hätte.

Halbstündige Pause.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp** (den Vorsitz übernehmend): Ich eröffne wieder die Verhandlung. Nr. 1a ist wohl erschöpfend behandelt; ich bitte zu b überzugehen. Sie haben wohl die Güte sich darüber zu äußern.

Sachv. **Wiener:** Zu b läßt sich in Kürze sagen, daß es irrelevant erscheint, daß die Zulassung der Papiere zum Handel und zur Kursnotiz von einem Mindestbetrag der einzelnen Stücke abhängig gemacht wird. Ob ein Stück auf 300 oder auf 500 Mark lautet, wird, glaube ich, für die Frage, ob das Publikum das Papier erwirbt oder nicht, keine große Rolle spielen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es ist Ihnen bekannt, daß wir in dem Aktiengesetz die Bestimmung haben, daß im Allgemeinen nur Aktien von 1000 Mark ausgegeben werden dürfen. Die Gesetzgebung ist dabei von der Voraussetzung ausgegangen, daß es sich nicht empfiehlt, zu kleine Stücke auszugeben, um das kleine Publikum, für welches eine Anlage in diesen Werthen nicht geeignet ist, möglichst fernzuhalten. Nun sind eine Reihe ausländischer Aktien mit ganz minimalen Beträgen an der Berliner Börse eingeführt, mit Beträgen von 100 österreichischen Gulden oder von 200 Francs; außerdem Obligationen und namentlich ausländische Staatspapiere zum Theil in dem nicht bedeutenden Betrage von 400 Francs. Man kann darüber verschiedener Ansicht sein, ob es nicht das kleine Publikum von solchen Anlagen fernzuhalten geeignet wäre, wenn ein höherer Minimalbetrag festgestellt würde.

Sachv. **Wiener:** Ich glaube, daß die Betheiligung desjenigen Publikums, welches Aktien oder Obligationen erwirbt, nur wenn sie auf kleine Beträge ausgestellt sind, eine so geringfügige Rolle gegenüber der ganzen Frage spielt, daß es kaum verlohnend schiene, wenn die Gesetzgebung diese Verhältnisse zum Ausgangspunkt einer besondern Aktion machen wollte.

Stellvertr **Vorsitzender:** Es braucht nicht die Gesetzgebung geändert zu werden; es ließe sich dieses auf administrativem Wege machen. Ich möchte darauf hinweisen, daß die kleinen Appoints ausländischer Anleihen vielfach im Kurse höher stehen als die großen, woraus hervorgeht, daß gerade die Nachfrage nach kleinen Stücken sehr groß ist, und man kann daraus die Schlußfolgerung ziehen, daß, wenn diese kleinen Stücke nicht beständen, das kleine Publikum sich von solchen Effekten fernhalten würde.

Sachv. **Wiener:** Ich glaube, daß die Bedeutung dieser Kursunterschiede nicht überschätzt werden sollte.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann bitte ich, zu c sich zu äußern

Sachv. **Wiener:** „Soll für die Zulassung von Aktien der bisher grundsätzlich an den größten Börsen geforderte Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht werden?" Wenn eine Aenderung der gegenwärtig bestehenden Verhältnisse eintreten soll, so wäre ich dafür, daß die Bestimmung überhaupt wegfällt. Daß der Mindestbetrag des Grundkapitals aber noch erhöht wird, hielte ich für einen Nachtheil, mindestens für etwas ganz Ueberflüssiges. Ein Unternehmen mit einem kleinen Aktienkapital kann ein durchaus solides Unternehmen sein, seine Aktien können erwerbenswerth sein; ein größeres Unternehmen mit einem größeren Aktienkapital kann unter Umständen die entgegengesetzte Beurtheilung verdienen. Thatsächlich hat die Bestimmung über den Mindestbetrag, den ein Aktienkapital haben muß, wenn die betreffenden Aktien an der Börse zugelassen werden sollen, zu einer wirthschaftlich recht nachtheiligen Entwicklung Veranlassung gegeben. Diese Bestimmung hat nämlich den Anreiz ausgeübt, Unternehmen, welche an sich klein sind, mit einem großen Kapital auszustatten, so daß theilweise Unternehmen, die ein großes Betriebskapital nicht brauchten, mit einem großen Betriebskapital ausgestattet worden sind und dadurch zu einer Mißwirthschaft nach verschiedenen Richtungen Anlaß gegeben worden ist. Es sind auch Unternehmen vereinigt worden, die der Natur der Sache nach nicht zu einander gehören, weil jener Mindestbetrag des Aktienkapitals geschafft werden sollte. Ich habe die Ueberzeugung, daß diese Bestimmung nichts nützt, wohl aber auch nach der Richtung schadet, daß sie gute Papiere mit einem kleinen Kapital von der Börse zurückhält.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Mit d: „Sollen für die Zulassung von Aktien dem Prospekte auch die in Artikel 210 Nr. 1 des Handelsgesetzbuches bezeichneten Verträge beigefügt werden?" sind Sie wohl einverstanden?

Sachv. **Wiener:** Ja, ich bin damit einverstanden, ohne besonderes Gewicht darauf zu legen; denn der Meinung, daß die Prospekte eifrig studirt werden, bin ich nicht.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wollen Sie sich zu e äußern?

Sachv. **Wiener:** „Soll die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden?" In dieser Hinsicht bin ich der Meinung, daß die einzelnen Fälle recht verschieden liegen können. Die Beurtheilung darüber, ob in dem einen oder andern Falle es den Gesammtverhältnissen entspricht, daß ein solcher Zeitraum fixirt wird, würde ich der reorganisirten Börsenbehörde überlassen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es sind hier zwei Vorschläge wenigstens in Erwägung gekommen. Der eine

geht dahin, daß man zum mindesten für die sogenannte Umgründung von Etablissements eine Frist mit einer Latitude von vielleicht 3 bis 6 Monaten einrichten solle, und ein zweiter Gesichtspunkt ist gestern wohl hier geltend gemacht worden. Dieser Gesichtspunkt will der Thatsache Rechnung tragen, daß es doch unter Umständen den finanzirenden Häusern sehr wichtig sein kann, mit dem betreffenden Papier sogleich auf den Markt zu treten. Es ist zur Erwägung gegeben worden, ob man das nicht unter der Voraussetzung zulassen soll, daß ein gesetzlich festzustellender Höchstbetrag des Agios eingehalten wird, so daß das Gesetz eine Frist bestimmte, vor der das betreffende Papier nicht ausgegeben werden dürfte, und eine Ausnahme davon nur unter Einhaltung dieses Agios zuzulassen wäre. Halten Sie von diesen Vorschlägen überhaupt etwas?

Sachv. **Wiener:** Ich glaube nicht, den Vorschlägen eine größere Bedeutung beimessen zu sollen, und glaube in der That, daß es einer verständigen Beurtheilung des einzelnen Falles überlassen werden muß, zu sagen: hier handelt es sich um ein Unternehmen, bei dem es wohl angebracht ist, eine entsprechende Zeit abzuwarten, so daß in dem einen Falle eine solche Bestimmung eintritt, in dem andern Falle nicht. Ob sich prinzipiell eine derartige Bestimmung erfolgreich wird fixiren lassen, bezweifle ich. Die Vorschläge sind mir neu, ich möchte sie nicht ohne weiteres bejahend oder verneinend beantworten.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich bitte, sich zu f zu äußern. Es handelt sich um eine eventuelle Verschärfung der Verantwortlichkeit der Emissionshäuser für den Inhalt der Prospekte.

Sachv. **Wiener:** In dem Zustande, der gegenwärtig in Bezug auf Punkt f vorliegt, sehe ich einen der größten Mißstände, die auf dem Gebiete des Emissionswesens an den deutschen Börsen vorherrschen. Ich bin der Ueberzeugung, daß hier das Bestehen einer Kommission, eines Organes, welches sich aus Persönlichkeiten zusammensetzte, die nicht blos und nicht in erster Reihe die Interessen der Emittenten, sondern die Interessen des Publikums im Auge hätten, diejenigen Zustände nicht hätte vorwalten lassen, welche gegenwärtig an der Berliner Börse und in dem deutschen Börsengeschäft überhaupt zu beklagen sind. Ich halte es für selbstverständlich, daß die Prospekte nicht blos verantwortlich unterzeichnet werden von denjenigen Unternehmern, die eine Anleihe oder ihr Aktienkapital an den Markt bringen lassen, auch nicht von den Staaten oder Kommunen allein, sondern daß die Emissionsfirmen selbst mit die Verantwortung für den Prospekt tragen. Die Wirkung hiervon würde sich in zweierlei Richtung vortheilhaft bemerkbar machen. Es würden sich die Emissionsfirmen scheuen, Papiere an den Markt zu bringen, betreffs deren sie nicht einmal das Vertrauen hegen, daß der Prospekt einen wahren Inhalt enthält — um mehr handelt es sich nämlich nicht bei der Verantwortung, welche die Emissionsfirmen übernehmen. Es würden damit Papiere ferngehalten werden, deren Fernhaltung im Interesse des Marktes läge. Es kommt aber noch ein anderer Gesichtspunkt in Betracht. Die Emissionsfirmen werden die Scheu, Prospekte zu unterzeichnen, ja nur in denjenigen Fällen haben, in denen sie sich nicht klar darüber sind, ob der Inhalt des Prospektes den Thatsachen entspricht. In solchen Fällen aber Papiere dem deutschen Markte zuzuführen, halte ich für ein verderbliches Beginnen. In denjenigen Fällen, in denen die Emittenten die Ueberzeugung haben, daß der Inhalt des Prospektes — und um weiteres handelt es sich nicht — den Thatsachen

entspricht, werden sie keine Scheu haben, die Prospekte zu unterzeichnen. Wo sie sich hiervor scheuen, sollen die Papiere überhaupt dem deutschen Markte fernbleiben.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wie weit wollen Sie die Verantwortlichkeit der Emissionsfirmen für den Prospekt erstrecken, auf den Dolus oder auf die Aufwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns?

Sachv. **Wiener:** Auf die Aufwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Soll Ihres Erachtens die Verantwortlichkeit nicht blos auf die Richtigkeit sondern auch auf die Vollständigkeit der zur Beurtheilung des Unternehmens nothwendigen Angaben ausgedehnt werden?

Sachv. **Wiener:** Verantwortlich sollen die Firmen sein nicht in Bezug auf den Werth des Papiers, aber verantwortlich in Bezug auf die Angaben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sagen, das Haus solle den Prospekt mit unterschreiben, was jetzt, wie wir gehört haben, deshalb nicht geschieht, um möglichst klar hervortreten zu lassen, daß die eigentlich materiellen Angaben lediglich auf die Garantie des Anleiheschuldners hin erfolgen. Eine Mitunterschrift des Prospekts ist zunächst etwas Aeußerliches. Man kann einen Prospekt unterschreiben und ihn innerlich so einrichten, daß bestimmte Thatsachen ausdrücklich nur als solche erscheinen, die der Anleiheschuldner versichert, und bestimmte andere als solche, welche auch der Emittent versichert. Wenn Sie weiter gehen wollen und die Unterschrift die Bedeutung haben soll, daß der betreffende Emittent auch für die Richtigkeit und Vollständigkeit aller Angaben haftet, so käme allerdings die Konsequenz heraus, daß der Käufer vom Emittenten die Zurücknahme der Papiere fordern kann, wenn auch nur eine einzige erhebliche Thatsache in diesem Prospekte wirklich unrichtig ist, auch wenn der Emittent gutgläubig ist. Das ist wohl die Konsequenz. Wollen Sie das?

Sachv. **Wiener:** Diese Konsequenz würde ich deshalb gezogen wissen wollen, weil ich dem Emissionshause nicht eine geringere materielle Verantwortung zugewiesen sehen möchte, als sie das Publikum für sich übernimmt, wenn es das Papier auf falsche Angaben hin erwirbt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie müssen sich der Konsequenz bewußt werden, daß der Emittent nicht blos für die kaufmännische Sorgfalt haftet, sondern unbedingt auch haftet, selbst wenn er vom Anleiheschuldner betrogen wäre und bei der größten Sorgfalt den Betrug nicht hätte erkennen können.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das hat der Sachverständige nicht aussprechen wollen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie wollen dann nur, daß der Emittent für die sorgfältige Prüfung derjenigen Thatsachen haftet, die vom Anleiheschuldner angegeben werden, nicht daß er absolut, unbedingt hafte.

Sachv. **Wiener:** Nicht absolut und unbedingt, sondern in den Grenzen, die Herr Geheimrath Gamp fixirt hat. Ich muß noch sagen, daß das, was der Herr Präsident Wiener anführt, daß es etwas Nebensächliches sei, ob die Emissionsfirma den Prospekt unterzeichnet, mir nicht zuzutreffen scheint. Es ist das eine der Bedingungen dafür, ob ein Papier emittirt wird, daß ein Prospekt veröffentlicht wird, worin eine Reihe von Angaben, welche zur Beurtheilung des Papiers werthvoll erscheinen, gegeben wird. Diese Bestimmung hat einen Werth aber erst dann, wenn das Publikum annehmen darf, daß diese Angaben

auch zutreffen. Wenn die Emissionsfirma es ablehnt, die Bestätigung durch ihre Unterschrift zu geben, daß diese Angaben zutreffen, so ist etwas Werthloses geschaffen. Es wird ein Schein geschaffen, der das Publikum verführt, statt daß ihm damit wirklich ein Dienst erwiesen würde.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Prospekte sind Worte. Ich kann ein Programm unterschreiben, inhalts dessen ich erkläre: diese und diese Thatsachen versichert der Anleiheschuldner, dafür kann ich aber keine Garantie übernehmen, dieses nur versichere ich. Nach der bisherigen Praxis war kein Zwang vorhanden, daß der Emittent mehr als letzteres thue. Ich meine, mit dem bloßen Sagen: der Prospekt muß unterschrieben werden, kommen wir nicht weiter, wir müssen uns darüber klar werden, ob Sie verlangen, was der natürlichen Freiheit bei jedem Kaufgeschäft widerspräche, daß jemand absolut die Verpflichtung übernehmen müßte, zu haften für die Richtigkeit von Thatsachen, von denen er selbst ausdrücklich sagt, er könne sie nicht garantiren, er versichere blos, daß der Anleiheschuldner es ihm gesagt habe. Das ist etwas ganz Anderes, wie die zweite Frage, die davon ganz unabhängig ist, ob ich auch für solche Angaben, die einmal in dem Prospekt stehen, auch wenn ich sie nicht zu den meinigen mache, ausdrücklich sogar sage: sie sind nicht die meinigen, doch die Verpflichtung zur kaufmännisch sorgfältigen Prüfung übernehme. Soll die Bestimmung blos diesen Inhalt haben? Ich möchte glauben, daß man zu keinem andern Inhalte kommen kann. Wir werden überhaupt kaum in der Lage sein, für eine bestimmte Vertragsfigur, die wir haben, blos weil der Gegenstand des Vertragsverhältnisses neue Werthpapiere sind, andere Grundsätze als die allgemeinen bürgerlichen aufstellen zu können, wir werden nur in die Lage kommen können zu sagen: wir wollen die Haftung des Emittenten gegenüber dem Publikum als solchem. Wenn ich mir aber denke, daß selbst eine solche Verantwortlichkeit für ein kaufmännisch sorgfältiges Prüfen dessen, was gesagt worden ist, schon heute bestände, so glaube ich kaum, daß damit in Bezug auf die Emissionen, auf die hier immer exemplifizirt wird, und die man als besonders verderblich bezeichnet, eine wirkliche Haftung der Emissionshäuser zur Realität werden würde. Ich möchte glauben, daß, wenn man aus dem, was über das Verhalten bei den Portugiesen und bei den Argentiniern hüben und drüben gesagt wird, den wahrhaft inneren Kern heraus ermittelte, die Emittenten dieser Papiere nicht verantwortlich sein würden, selbst wenn heute in dem betreffenden Gesetze stände: sie haben zu haften für kaufmännische Sorgfalt in Bezug auf die von ihnen gemachten Angaben. Ich möchte deshalb einen anderen Gesichtspunkt anregen, den ich nach einer anderen Richtung schon einmal wenigstens gestreift habe. Es ist bereits früher von unseren Sachverständigen gesagt worden, für die Verantwortlichkeit käme doch wohl in Betracht, welcher Preis für das Papier vom Publikum gefordert werde. Für mich bestände das Choquante, wenn für ein Papier von zweifelhafter Emissionswürdigkeit ein großer Aufschlag von dem Emissionshause genommen würde. Es wird sich gar nicht bestreiten lassen, daß der Emittent ein Risiko läuft und ein nicht unerhebliches Risiko. Für mich wäre es verletzend, wenn ein Emissionshaus ein solches an sich unsicheres Papier eingeführt hat, bei welchem sein Gewinn weit über das Maß der normalen Bemessung eines solchen Risikos hinausgeht. Wir haben eine Bestimmung in dem Aktiengesetz, wonach für bösliche Vertheuerung, ich will mich so ausdrücken, durch die Illationen eingestanden

wird; es sind allerdings Unterschiede zwischen den betreffenden Fällen. Aber auch der Gründer sagt mit Recht, daß er ein Risiko bei der Sache läuft. Trotzdem ist angenommen worden, daß hier keine ungemessene Preisüberhebung für dieses Risiko eintreten solle, daß, wenn eine solche eintritt und das Unternehmen ein schlechtes ist, eine Zurückzahlung erfolgen soll. Eine Vorschrift dieses Inhalts wäre vielleicht praktischer, als diese von allen Herren gleichmäßig betonte Erklärung, der Emittent solle für kaufmännische Sorgfalt haften. Eine Vorschrift dieses Inhalts würde den Einwand beseitigen, daß das emittirende Haus sich nicht einer so diskretionären Nachprüfung, wie es die richterliche darüber sei, ob es genügende Sorgfalt angewendet hat, mit dem Erfolg, eventuell Millionen zurückzuzahlen, unterwerfen könne. Ich meine, würde es sich nicht empfehlen, eine Vorschrift zu geben, daß bei ungewöhnlicher Preisübertheuerung gegenüber dem Uebernahmepreis seitens des Anleiheschuldners bei einem Unternehmen, welches doch im Laufe der drei bis vier nächsten Jahre scheitert, ein Zurückführen auf einen das Risiko des Emittenten mäßig berücksichtigenden Preis eintreten kann? Daran knüpfe ich eine konkrete Frage: weiß man bei einer solchen Anleihe in der Presse, wie viel ungefähr der Uebernehmer für die Anleihe dem Anleiheschuldner gewährt?

Sachv. **Wiener:** Ich werde die Ausführungen des Herrn Präsidenten Wiener in umgekehrter Reihenfolge beantworten. Es ist, das sage ich als Vertreter der Presse, selbstverständlich, daß wir nicht wissen, zu welchem Kurse ein Emissionshaus ein Papier übernommen hat. Ich wüßte auch kaum den Weg, auf dem es möglich wäre, zur Kenntniß dieser Thatsache zu gelangen, wenigstens zur zutreffenden Kenntniß der Thatsache. Ich wüßte freilich auch nicht, welchen Werth es hätte, denn ich halte es für unmöglich, daß die Gesetzgebung irgend einen Schritt thut, der darauf hinausläuft, eine Norm für den Aufschlag zu fixiren, welcher seitens des Emissionshauses auf den Uebernahmekurs erfolgen soll. In welcher Form auch eine derartige Bestimmung existirte, würde ihre Durchführung zu den allergrößten Schwierigkeiten Anlaß geben. Der Aufschlag, der auf den Uebernahmekurs erfolgt — so viel weiß ich doch wenigstens — ist so abhängig von der allgemeinen Konjunktur der Börse, ob sie in der betreffenden Zeit Werthpapiere hoch oder niedrig bezahlt, so abhängig davon, welches der jeweilige Zinsfuß ist, so abhängig ferner davon, welches die jeweilige Konjunktur auf dem betreffenden besonderen Gebiete ist, ob diese Konjunktur vergänglich ist oder Dauer verspricht, daß ich mir kein Bild davon machen kann, wie die Gesetzgebung zu konkreten Bestimmungen darüber gelangen soll, welcher Aufschlag erfolgen solle.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das trifft alles in gewissem Sinne auch für die Aktiengesellschaften zu. Ich meine, diese Vorschrift hat jedenfalls die Wirkung gehabt, daß man nicht innerhalb des Nominalpreises durch geheime Zwischenverträge Gewinn sucht, sondern mittels offenen Agios. Ich halte diese für eine der wirkungsvollsten Bestimmungen, die erlassen worden sind.

Sachv. **Wiener:** Ich kann mich dieser Ansicht des Herrn Präsidenten Wiener nicht anschließen, indem ich zwar zugeben will, daß das Unrecht nach der einen Richtung beseitigt worden sein mag, aber nach der anderen Richtung das Unrecht Exzesse angenommen hat, daß ich nicht wüßte, inwiefern das Publikum geringere Verluste erlitten hat durch die jüngste Emissionsära, in der diese Bestimmung des Aktiengesetzes in Kraft war, als in

anderen Börsenemissionsären, die ohne diese Bestimmung vor sich gingen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wollen Sie noch etwas über die Verantwortlichkeit sagen? Ich glaube, Sie haben Ihre Ansicht, die allerdings von derjenigen des Herrn Präsidenten Wiener abweicht, dahin präzisirt: Sie wünschen eine Verantwortlichkeit der Emissionshäuser nach der Richtung, daß sie mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns die Angaben des Prospektes in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit zu prüfen haben, und daß sie für die Erfüllung dieser Verpflichtung haften und zwar nicht blos dem ersten Zeichner gegenüber, sondern jedem gegenüber, der durch jene Angaben geschädigt ist?

Sachv. **Wiener:** Ja, durch die Unrichtigkeit der in dem Prospekte enthaltenen Angaben.

Graf **Arnim:** Ich möchte die Frage an den Herrn Sachverständigen richten, ob, wenn diesen Wünschen entsprechend die Vorschriften geändert worden wären, er glaubt, daß dann die letzte portugiesische Anleihe, die die Darmstädter Bank zum großen Schaden des Publikums wenige Wochen vor dem Zusammenbruch ausgegeben hat, nicht möglich gewesen und die Ausgabe verhindert worden wäre. Zweitens möchte ich mich über Folgendes orientiren. Thatsache ist, daß, wenn heute ein Bankhaus eine ausländische Anleihe abschließt, der Anleihevertrag fest abgeschlossen ist in der Hoffnung, daß das Börsenkommissariat die Anleihe hier zur Auflegung an der Börse zuläßt. Ich frage mich, ob nicht in diesem Verfahren eigentlich ein ganz gefährliches Moment liegt, das darin besteht, daß, wenn der Vertrag mit der betreffenden Regierung abgeschlossen ist, das betreffende Bankhaus à tout prix sich bemühen muß, das Börsenkommissariat zu veranlassen, die Anleihe hier auf der Börse aufzulegen, denn wenn das Börsenkommissariat dieses versagt, so verliert der Vertrag seine Bedeutung und das Bankhaus geräth in die allerschwierigste Lage. Deshalb möchte ich den Gedanken weiter zu erwägen bitten, ob es nicht möglich wäre, daß, bevor nun ein solches Bankhaus mit einem fremden Staate einen derartigen Anleihevertrag schließt, der Vertragsentwurf einer vorläufig noch nicht zu präcisirenden Körperschaft vorgelegt wird, und daß, bevor nun der definitive Abschluß des Vertrages erfolgt, diese Versammlung von unparteiischen Sachverständigen ihr Placet giebt oder dem Bankhause sagt: Du mußt noch folgende Bedingungen erfüllen respektive Dich über gewisse Punkte der finanziellen Angelegenheiten des Landes weiter orientiren.

Sachv. **Wiener:** Ich glaube, daß eine Bestimmung in dem letzteren Sinne das Emissionsgeschäft erschweren oder gar unmöglich machen würde, wenn ein emittirendes Bankhaus eine Anleihe, über die es noch verhandelt, oder den Vertrag betreffs der Anleihe zur Beurtheilung einer Korporation vorlegen müßte, der im besten Falle ja Diskretion zur Pflicht gemacht werden könnte, die aber doch keine volle Gewähr dafür bieten würde, daß der Vertrag denjenigen diskreten Charakter behält, der die Voraussetzung bei derartigen Geschäften ist. Ein vorsichtiges Bankhaus mag allerdings auch jetzt schon eine Anleihe nur abschließen unter der Voraussetzung, daß es im Stande ist, für die Notirung des betreffenden Papiers das Einverständniß des Börsenkommissariats zu erwirken.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige wünscht den Emittenten dadurch, daß er sie nöthigt, den Prospekt zu unterschreiben, und durch ausdrückliche gesetzliche Bestimmung die Verantwortlichkeit für die Richtigkeit des Inhalts bezw. die Anwendung

der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns in der Erforschung dieser Richtigkeit aufzulegen. Herr Geheimrath Gamp hat das Wort „und Vollständigkeit“ zugesetzt. Das ist sehr erheblich, denn dann würde der Emittent auch verantwortlich werden dafür, daß er nicht die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes angewendet hätte, weil er diese oder jene Thatsache, die nicht in dem Prospekte steht, doch hätte ergründen und in den Prospekt hineinsetzen müssen. Sie werden, glaube ich, erkennen, daß, wenn man 5 Jahre später vielleicht in einer solchen Sache urtheilt, man dann gewöhnlich manches weiß, was man zu jener Zeit nicht gewußt hat, daß also, wenn nach dieser Richtung Vollständigkeit verlangt wird, dies eine erhebliche Erhöhung der Verantwortlichkeit ist. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er der Meinung ist, daß Vollständigkeit in diesem Sinne als ein nothwendiges Requisit der Verantwortlichkeit erscheint.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte bemerken, daß ich nichts zugesetzt, sondern ausdrücklich den Sachverständigen gefragt habe, ob er diese Anwendung der Sorgfalt auch auf die Vollständigkeit ausdehnen wolle, und diese Frage wurde bejaht. Ferner möchte ich darauf hinweisen, daß bei einer früheren Berathung von Seiten der Herren Juristen, ohne Widerspruch von irgend einer Seite zu erfahren, festgestellt worden ist, daß die Begriffe „richtig“ und „vollständig“ sich eigentlich decken.

Sachv. **Wiener:** Ich bin auch der Meinung, daß die Begriffe „richtig“ und „vollständig“ sich decken, denn die Vorenthaltung einer Mittheilung, welche den Prospekt unvollständig macht, kann den Werth der in dem Prospekt enthaltenen Mittheilungen ganz illusorisch machen. Ich bin aber der Meinung, daß es in der That auf eine erhebliche Verschärfung der Verantwortlichkeit ankommt, da gegenwärtig eigentlich niemand verantwortlich ist und gerade in denjenigen Fällen, wo es besonders darauf ankommt, kein verantwortlicher Unterzeichner vorhanden ist. Ich meine, daß die Frage, ob die gegenwärtigen Bestimmungen über den Prospekt bestehen bleiben oder verschärft werden sollen, sich ohne Weiteres dahin beantwortet, daß eine Verschärfung eintreten muß; denn so, wie die Bestimmungen gegenwärtig sind, scheinen sie mir eigentlich gar keinen Werth zu besitzen. Es hat gar keinen Werth gehabt, daß die Stadt Lissabon, es hat gar keinen Werth gehabt, daß irgend eine Provinzialverwaltung in Buenos Aires ihren Prospekt unterzeichnet hat.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte doch den Herrn Sachverständigen bitten, die Sache etwas mehr zu präzisiren. Herr Präsident Wiener hat bereits darauf hingewiesen, daß nach seiner Ansicht bei einer Fassung des Prospekts, welche ungefähr so lautet: in dem Anleihevertrage ist das und das bestimmt — nun kommen die verschiedenen Punkte, wie Steuerfreiheit der Koupons, Amortisation binnen der und der Zeit ꝛc. — es materiell unwesentlich ist, ob das Emissionshaus den Prospekt unterzeichnet oder die betreffende Regierung. Ich glaube sogar, daß es dem Publikum gegenüber noch deutlicher ist, wenn das emittirende Haus nicht unterzeichnet, sondern den Minister oder den Staat oder die Regierung unterzeichnen läßt, indem es damit dem Publikum noch deutlicher sagt: ich übernehme dabei keine Verantwortlichkeit. Ich will aber das dahingestellt sein lassen und nur fragen: wenn in einem derartig abgefaßten Prospekt steht: die Koupons sind steuerfrei, sind Sie da der Ansicht, daß, wenn die Koupons später mit einer Steuer belegt werden, die Emittenten die Steuer zahlen müssen?

Sachv. **Wiener:** Wenn es bei Aufwendung der nöthigen Sorgfalt durch Information zu erfahren ist, daß die Koupons nicht steuerfrei sind, so bin ich allerdings der Meinung, daß der unterzeichnete Bankier verantwortlich gemacht werden müßte. Ich wüßte nicht, warum das Publikum den Schaden tragen soll.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Sie wollten aber noch weiter gehen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte konstatiren, der Herr Sachverständige hat nicht weiter gehen wollen. Er hat die Aufwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns verlangt. Von dieser seiner ausdrücklichen Aeußerung hat er weder Herrn Senatspräsidenten Wiener, noch Herrn Geheimen Kommerzienrath Frentzel gegenüber etwas zurückgenommen, aber der Herr Sachverständige kann sich hierüber ja noch selbst äußern.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige hat eben gesagt, die jetzige Art hätte gar keinen Effekt, weil im Falle der Argentinischen Anleihen und der Stadt Lissabon es ganz gleichgiltig gewesen wäre, daß Argentinien und die Stadt Lissabon das und das versprochen hätten, der Schaden wäre geschehen, und es wäre anders, wenn die Verpflichtung, die der Herr Sachverständige dem Emittenten auflegen will und über deren Tragweite wir eben noch im Unklaren sind, vorhanden wäre. Daraus schließe ich, daß er meint: die Tragweite dieser Verpflichtung heißt eigentlich Verbürgung der Versprechen, welche im Prospekte gemacht sind. Ich schließe das daraus, weil dem Herrn Sachverständigen bekannt sein muß, daß z. B. in den Argentinischen Verhältnissen die Argentinier gar nichts behauptet haben, was sie nicht erfüllen konnten, die Leute wollen es nur nicht erfüllen, und das ganze Leid, das über die Besitzer dieser Bons gekommen ist, liegt darin, daß der Schuldner seinen Vertrag nicht hält. Da nun aber der Herr Sachverständige gesagt hat, das würde anders sein, wenn die Verpflichtung, die er den Emittenten auferlegen will, eingetreten wäre, so muß ich daraus schließen, daß er von den Emittenten verlangt, sie sollen für diese Sache haften. Das hat er zwar direkt nicht gesagt, aber in dem Zusammenhang, so muß ich deduziren, ist dieses herausgesprungen, und das klar zu stellen ist darum wichtig, weil, wer schließlich diese Verhandlung liest und daraus etwas machen will, nun doch die Handhabe zu finden suchen muß, um eben die bessernde Hand wirklich anzulegen. Ich weiß nicht, ob dem Herrn Sachverständigen ein Prospekt der Argentinischen Anleihen bekannt ist,

(Sachv. Wiener: Ja wohl!)

und ob er gerade an diesen Prospekten irgendwie behaupten kann, daß die Emittenten in irgend einer Weise in dem, was dort gesagt ist, die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns übertreten hätten, speziell in welchem Falle, denn er hat ja behauptet, daß, wenn nach seinem Vorschlage in dieser Angelegenheit verfahren wäre, das ganze Unglück nicht geschehen wäre.

Sachv. **Wiener:** Praktisch, glaube ich, würden die Dinge sicher so stehen, daß, wenn für den Prospekt nicht blos verantwortlich wäre der Bürgermeister von Lissabon oder die Regierung in Buenos Aires, sondern auch das emittirende Bankhaus, eine solche Bestimmung eine sehr werthvolle Präventivmaßnahme bedeuten würde. Ein Bankhaus, das nicht einmal hinsichtlich der Verhältnisse des Landes oder des Papiers, das es einführt, überzeugt ist, daß die darüber von zuständiger Seite gemachten Behauptungen auch den Thatsachen entsprechen, würde sich

hüten, ein solches Papier der Börse zuzuführen, wenn es diese Angaben mit zu unterzeichnen hätte. Ich kann immer nur darauf zurückkommen: Es wird ein Prospekt gefordert; hierin liegt ausgesprochen, daß damit Material geliefert werden soll, welches geeignet ist, das Publikum zu informiren und zwar zutreffend zu informiren. Material, zu dem das Bankhaus nicht einmal das Zutrauen hat, daß es für solches irgendwie verantwortlich eintreten will, wird für das Publikum gewiß ohne Werth sein und das Publikum zu Verlusten führen. Wenn Herr Geheimer Kommerzienrath Frentzel auf die Argentinischen Anleihen exemplifizirt hat, so sprechen diese eben dafür, daß eine solche Bestimmung eintreten sollte. Es würde natürlich nachträglich das Emissionshaus nicht verantwortlich zu machen sein dafür, daß die Argentinische Regierung nicht hat thun wollen, was sie thun konnte, aber ich bin fest überzeugt, daß, wenn zur Zeit der Argentinischen Emission eine Bestimmung wie die von mir befürwortete, existirt hätte, die emittirende Firma sich bewußt gewesen wäre: Angaben, für welche wir keine andere Autorität haben, als ein Munizipalsmitglied von Buenos Aires, können wir nicht verantwortlich unterzeichnen, eine solche Emission haben wir zu unterlassen. In faktischer Hinsicht, glaube ich, würde eine Verschärfung der Bestimmungen über die Prospekte, indem die Verantwortlichkeit auf die Emittenten ausgedehnt wird, dazu beitragen, den deutschen Markt wesentlich zu purifiziren.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir irren doch nicht darin, Sie meinen, und das hat vieles für sich, die jetzige Praxis der Theilung der Verantwortlichkeit für die Angaben muß aufgehoben werden und zwar dadurch, daß ein Gesetz bestimmt, daß für alle thatsächlichen Angaben, die sich überhaupt in Betreff des Unternehmens im Prospekte finden, die Emittenten die Garantie übernehmen, daß sie sie sorgfältig auf ihre Richtigkeit und Vollständigkeit geprüft haben, wie ein ordentlicher Kaufmann, und Sie legen einen Werth darauf schon vom Standpunkte des Prohibitiven aus. Allerdings habe ich den bescheidenen Zweifel, ob diese Bestimmung, wenn Sie sie nur vom Standpunkte der Repression aus betrachten, falls sie jetzt schon bestände, die Verhältnisse der Emittenten der Portugiesen und Argentinier zu deren Nachtheil verändern würde, denn wir haben thatsächlich mehrfach die Frage ventilirt: wie weit geht das Maß der erforderlichen Sorgfalt. Sie sprechen von der Stadtverwaltung von Lissabon; wenn aber der Staat, der betreffende ausländische Staat erklärt: ja und ja ist es, und wenn er zu diesem Zweck drei oder vier offizielle Urkunden beibringt, ist dann nicht eigentlich das Maß der kaufmännischen Sorgfalt in der Prüfung gewahrt? oder verlangen Sie, was von einzelnen Emissionshäusern als unmöglich dargestellt wird, daß eine Kommission in das Land geht und die ganze öffentliche Meinung darnach befragt, ob nicht bestimmte Thatsachen diesen Urkunden gegenüber existiren, die sie als verdächtig erscheinen lassen?

Sachv. **Wiener:** Ich glaube nicht, daß Wesentliches geleistet werden wird. Diese Bemerkung habe ich von vornherein gemacht. Es kommt nur darauf an, relativ bessere Verhältnisse zu schaffen, und da glaube ich allerdings dabei stehen bleiben zu sollen: mit dem Prospekt soll dem Publikum etwas gewährt werden, was das Publikum orientirt; ein Papier, von dessen Prospekt das Emissionshaus nicht einmal für sich selbst die Ueberzeugung hat, daß die darin enthaltenen Angaben richtig sind, die es nicht unterzeichnen will, sollte der Börse nicht zugeführt werden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Punkt g haben Sie bereits beantwortet.

Sachv. **Wiener:** Diese Frage würde ich verneinen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich bitte, sich zu h zu äußern.

Sachv. **Wiener:** Unwesentlich.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte an Sie namentlich die Frage richten, ob es richtig ist, daß bei Konvertirungen Fälle vorgekommen sind, in denen seitens der emittirenden Häuser Sicherheiten, die die erste Anleihe gehabt hat, ohne Grund geopfert worden sind, und wenn das richtig ist, bitte ich, Fälle mitzutheilen. Ich möchte glauben, daß für Konvertirungen ein Prospektenzwang nicht unwesentlich ist, weil gerade in der letzten Zeit diese Konvertirungen in einem Maße stattgefunden haben, welches die öffentlichen Interessen nicht unwesentlich geschädigt haben möchte.

Sachv. **Wiener:** Ich wüßte nicht, weshalb die Frage h verneint werden sollte, aber ich sehe auch keine wesentliche Bedeutung in ihrer Bejahung. Das Börsenkommissariat hat gegenwärtig bereits die Bestimmung getroffen — ich glaube, es ist wohl so zutreffend —, daß, wenn bei einer Konvertirung das neu auszugebende Kapital hinausgeht über die ursprüngliche Summe, ein Prospekt gefordert wird, von dem Gesichtspunkte aus, daß hier gewissermaßen ein neues Papier eingeführt wird. Ich wüßte nicht, daß betreffs solcher Konvertirungsprospekte, die gegenwärtig schon, ich glaube, mit verhältnißmäßig großer Liberalität veröffentlicht werden, irgendwie Anlaß zu Klagen vorhanden ist, obgleich das zutrifft, was Herr Geheimrath Gamp behauptet hat, daß Konvertirungen Gelegenheit dazu gegeben haben, die Unterlage der älteren Anleihen zu reduziren, zu verdünnen, zu verkleinern. Ich erinnere mich, daß das besonders betont worden ist gegenüber einer rumänischen Anleihe, welche sich als eine Konvertirungsanleihe darstellte und bei der die der alten Anleihe gegebene Sicherheit der Eisenbahnen eskamotirt war, die neue Anleihe ohne diese Grundlage erschien, so daß dies der rumänischen Regierung vielleicht Gelegenheit giebt, auf Grund der Eisenbahn eine neue Anleihe zu schaffen. Es ist mir erinnerlich, daß diese Thatsache aus dem Prospekt herausgelesen worden ist, die Thatsache ist betont worden, sie hat an dem Schicksal des Geschäfts aber nichts geändert. Ich meine, es liegt keine Veranlassung vor, die Frage zu verneinen, aber wer daran große Erwartungen knüpft, geht irre.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich glaube, daß die Frage, ob es sich empfiehlt, den Prospektenzwang auf Konvertirungen auszudehnen, die Frage mitenthält, ob eine Konvertirungsanleihe zur Kursnotirung zugelassen werden muß. Ich bin der Ansicht, daß diese beiden Fragen zusammenfallen. Verlange ich einen Prospekt für die Konvertirungsanleihe, so heißt das: das Börsenkommissariat behält sich die Entscheidung darüber vor, ob es die neue Anleihe an der Börse notiren lassen will oder nicht. Verlange ich keinen Prospekt, so ist es einfach in die Hand des emittirenden Hauses gelegt, die Konvertirung vorzunehmen, und ohne weiteres wird dann die konvertirte Anleihe notirt. Ist das nicht richtig?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der geltende Satz sagt: Bei Herabsetzung des Zinsfußes bereits hier gehandelter Effekten wird ein Einführungsprospekt nur dann erfordert, wenn die Konvertirung mit einer Erhöhung des Kapitals verbunden ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Meine Frage ist die, ob nicht dadurch, daß der Prospektenzwang ausgedehnt wird auf die Konvertirungen, die Entscheidung darüber in die

Hand des Börsenkommissariats gelegt wird, ob die neue Anleihe zugelassen werden soll oder nicht?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja wohl.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann ist diese Frage doch keine unwesentliche. Während, wenn ich keinen Prospekt verlange z. B. 6 prozentige serbische Anleihen ohne Mitwirkung des Börsenkommissariats einfach auf 4 Prozent herabgesetzt werden können, und auch eine Anleihe unter Aufopferung wesentlicher Sicherheiten konvertirt werden kann, so würde doch die Ausdehnung des Prospektenzwangs auf Konvertirungen die Aeltesten, das Börsenkommissariat in die Lage setzen, zu sagen: quod non, die neue Anleihe lasse ich nicht zur Börsennotirung zu. Der ausländische Staat oder das Emissionshaus waren dann genöthigt, entweder die Kündigung zurückzunehmen oder die Bezahlung des Kapitals eintreten zu lassen.

Sachv. **Wiener:** Ich kann mir kaum vorstellen, daß irgend jemand Gewicht darauf legen kann, diese Frage zu verneinen, selbst wenn er ein ganz spezifischer Vertreter von Börseninteressen wäre. In dem, was Herr Geheimrath Gamp gesagt hat, liegt etwas ganz anderes ausgedrückt; er sagt: ist es nicht wünschenswerth, daß, wenn ein 6 prozentiges Papier in ein 5 prozentiges konvertirt wird, für die Einführung des 5 prozentigen an den Börsen nun die Veröffentlichung eines Prospektes erforderlich ist, so daß unter Umständen das Machtmittel gegeben sein würde, indem diese neue Emission nicht zugelassen wird, vielleicht einer Vergewaltigung entgegen zu treten, die bei der Konvertirung erfolgt ist? Ich bin augenblicklich darüber nicht genau orientirt, aber beide Herren vom Aeltestenkollegium werden es wissen, es muß wohl jetzt schon ein Prospekt veröffentlicht werden, wenn ein Papier konvertirt wird und das neue Papier ....

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte bemerken, ein Prospekt wird nicht verlangt, dagegen aber wird ja natürlich das konvertirte Papier zur Notiz gelangen sollen, und da halte ich es für möglich, daß, wenn sehr erhebliche Abweichungen vielleicht in Bezug auf die Fundirung des neuen Papiers oder dergl. vorliegen, Bedenken und Einwendungen stattfinden könnten, und daß die Notiz vielleicht einstweilen inhibirt werden könnte.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nach meiner Meinung ist die Sache so. Das Börsenkommissariat der Berliner Börse macht einen Unterschied zwischen einfacher alleiniger Herabsetzung der Zinsen und überhaupt neuen Anleihebedingungen. In dem ersten Falle, wenn es sich nur um die Herabsetzung der Zinsen handelt, im Uebrigen alles so bleibt wie es ist, auch die Kapitalsumme nicht erhöht wird, verlangt es keinen Prospekt, wenigstens legt es sich die Freiheit bei, von einem Prospekte abzusehen, während es in jedem andern Falle das als ein neues Papier betrachtet und ganz so behandelt, wie jedes andere Papier. Ich glaube, darin liegt die nöthige Sicherheit. Man nimmt eben an, das Papier war bereits an der Börse ganz so, wie es heute ist, nur bis jetzt trug es 6 Prozent, jetzt trägt es 5 Prozent. Das ist ersichtlich, da sagt man: was können wir Neues beibringen?

Sachv. **Wiener:** Herr Geheimer Kommerzienrath Frentzel wird mir zugeben, daß diese Logik, mit der ich übereinstimme, übertroffen wird von der höheren Logik, welche verlangt, daß jedesmal ein Prospekt veröffentlicht wird.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Verzeihen Sie, Herr Sachverständiger, wenn ich noch auf einen Punkt aufmerksam mache. Nicht immer geschieht eine Konvertirung

ja, daß sich der Schuldner in diesem Falle eines Berliner Bankhauses dazu bedient. Sie werden sich denken können, daß ein Staat ganz einfach, wie der preußische es that, anzeigt: ich kündige die Anleihe, wer ½ Prozent Zinsen weniger nehmen will, dem stemple ich das Papier ab, sonst zahle ich es zurück. In diesem Falle würde ein Emittent garnicht vorhanden sein, sondern das Publikum besitzt eine Anleihe und erfährt aus den Zeitungen, daß der auswärtige Staat die Zinsen heruntersetzt in ähnlicher Weise, wie unser Staat es auch gethan hat. Wer soll da den Prospekt beibringen? Ich meine, das ist eine sehr wichtige Frage. Müßte in einem solchen Falle dem Börsenkommissariat nicht die Fakultät gegeben werden, seinerseits das zu ergänzen, wenn er niemanden hat, der es bringt, sonst würde die Konsequenz sein: mangels eines Prospektes wird den Inhabern, die den deutschen Staaten angehören, wenn sie dieses Papier besitzen, nicht nur der Zinsfuß heruntergesetzt, sondern auch die Möglichkeit des Verkaufes in ihrem eigenen Lande genommen.

Sachv. **Wiener:** Ich meine, die Grenze wird da gegeben sein: konvertirt ein auswärtiger Staat mit Hilfe einer deutschen Firma, so kann der Prospektenzwang geltend gemacht werden, wenn das nicht der Fall ist, so hört eben die Möglichkeit auf. In dieser Beschränkung ließe sich die Bestimmung überhaupt nur durchführen. Ich stehe überhaupt nicht auf dem Standpunkte, daß ich dem Prospekt gar zu viel Bedeutung für das Publikum beilege, und sehe darin nichts Wesentliches.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte konstatiren, daß es heißt: „Bei Herabsetzung des Zinsfußes bereits gehandelter Effekten wird ein Einführungsprospekt nur dann gefordert, wenn die Konvertirung mit einer Erhöhung des Kapitals verbunden ist.“ Es ist also wohl nicht ganz richtig, wenn Herr Geheimer Kommerzienrath Frentzel sagt: das Aeltestenkollegium will sich das Recht vorbehalten, in einem solchen Falle keinen Prospekt fordern zu dürfen, sondern es ist hier das Recht des Emissionshauses unzweideutig stipulirt, daß bei bloßer Herabsetzung des Zinsfußes kein Prospekt gefordert wird. Im Uebrigen wollte ich bemerken, daß zweifellos solche Fälle vorkommen werden und können, daß ein Staat direkt seine Anleihe konvertirt, daß aber in solchen Fällen das Börsenkommissariat sich auch die Entscheidung vorbehalten muß, ob es die konvertirte Anleihe zur Notirung zuläßt oder nicht, also auch in dem Falle, wenn der Staat direkt ohne Vermittelung eines Berliner Hauses die Konvertirung vornimmt. Wenn der Herr Geheime Kommerzienrath Frentzel sagt: die Konvertirung in solchen Fällen ablehnen heißt die einheimischen Gläubiger noch weiter schädigen, indem man ihnen neben den geringeren Zinsen noch den Nachtheil zufügt, die Effekten nicht handeln zu können, so ist das nicht in allen Fällen richtig, denn es hat ja jeder Inhaber des Papiers das Recht, den Nominalbetrag bei der Kündigung sich auszahlen zu lassen. Es kann unter Umständen das Börsenkommissariat sehr wohl zu der Ueberzeugung kommen: es empfiehlt sich nicht, die neue Anleihe zuzulassen, sondern es entspricht dem Interesse des deutschen Kapitals, die Zulassung zu verweigern und auf diese Weise das deutsche Kapital indirekt zu nöthigen, wenn es nicht bezüglich des Verkaufs der neuen Anleihe lediglich auf den ausländischen Markt angewiesen sein will, die pari-Einlösung von dem Staate anzunehmen. Ich darf aber wohl konstatiren, daß der Herr Sachverständige seine erste Ausführung, daß diese Frage von keiner erheblichen Bedeutung wäre, modifizirt hat, nachdem er sich überzeugt hat, daß die Frage der

Ausdehnung des Prospektenzwanges hier zusammenfällt mit der Frage der Zulassung konvertirter Papiere zur Kursnotiz, und daß er jetzt der Ansicht ist, es empfehle sich im Allgemeinen die Ausdehnung auch auf die Konvertirungen. Habe ich Sie richtig verstanden?

Sachv. **Wiener:** Ich habe die Frage überhaupt nicht verneinen wollen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich wollte nur sagen, daß entgegen der Ansicht des Herrn Geheimen Kommerzienraths Frentzel nach meiner Meinung daraus, daß kein Prospekt bei Herabsetzungen des Zinsfußes hier gehandelter Effekten erfordert wird, nicht gefolgert werden darf, daß die neuen Effekten nun in jedem Falle ohne Weiteres zur Notiz kommen müssen, sondern daß eventuell das Kommissariat sich vorbehält, darüber zu entscheiden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will dem Herrn Vorsitzenden gegenüber bemerken, daß ich ganz seiner Meinung bin, daß bei Herabsetzungen das Börsenkommissariat entscheiden soll, ob es die Notirung zuläßt, aber die Frage lautet: empfiehlt es sich, den Prospektenzwang hier einzuführen? Jetzt darf eigentlich in allen anderen Fällen das Börsenkommissariat von einem Prospekte nicht absehen, und speziell im Wege einer lex ferenda ist hier mehrfach davon gesprochen worden, es solle diese Kautel noch möglichst verstärkt werden. Der Meinung bin ich auch, daß unter allen Umständen, die Sache mag so oder so liegen, das Börsenkommissariat über die Zulässigkeit der Notirung und des Handels zu befragen ist; ob aber im Wege des Prospektenzwanges, das kann wohl zweifelhaft sein.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich bitte, sich zu i zu äußern.

Sachv. **Wiener:** Die Beantwortung dieser Frage hängt sehr von den einzelnen Fällen ab. Es kann in einem Falle eine Frist wünschenswerth sein, sie kann in einem andern Falle sehr störend sein. Ich kann mir z. B. vorstellen, daß es im Interesse eines wirthschaftlich sehr berechtigten Unternehmens liegt, darüber eine solche Frist nicht vergehen zu lassen. Kurz ich meine, daß das Fälle sind, die nicht gesetzgeberisch festgelegt werden sollten, sondern die ganz getrost einer Börsenbehörde anheimgegeben werden könnten, die nicht blos spezifische Börseninteressen vertritt, sondern auch die Interessen der Oeffentlichkeit.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann kommt noch Frage k.

Sachv. **Wiener:** Die Frage k läßt ebenfalls dem Ermessen sehr viel Spielraum. Es kann der Handel per Erscheinen meiner Ansicht nach sehr mißbraucht werden zur Vergewaltigung der Kurse insofern, als das Geschäft und die Kursentwickelung sich nicht konstituiren auf der Basis eines wenn auch nur relativ freien Angebots und freier Nachfrage, sondern daß eine unbeschränkte Nachfrage vorhanden, das Angebot aber sehr eingeschränkt ist, so lange die Papiere nicht zugetheilt sind und so lange noch nicht einmal die Zeichnung stattgefunden hat. Der Punkt k giebt mir Veranlassung, auf einen Mißstand innerhalb des Berliner Emmissionswesens hinzudeuten, von dem ich ebenfalls glaube, daß er kaum möglich gewesen wäre, wenn wir eine Börsenbehörde hätten, in der nicht blos für die besonderen Interessen der Börse, sondern auch für die des Publikums gesorgt wäre. Das ist der von dem Fragebogen nicht behandelte Punkt der Sperrstücke. Ich weiß nicht, ob die Frage innerhalb der Kommission bereits zur Sprache gekommen ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es besteht kein Bedenken, die Frage zu erörtern; es ist auch bereits von anderer Seite auf die Nachtheile hingewiesen worden, welche sich aus der Sperrung ergeben.

Sachv. **Wiener:** In Bezug auf diese Sperrstücke, welche mir in die Frage k zu gehören scheinen, möchte ich Folgendes bemerken. Die Gründe, mit denen die Bankiers die Institution der Sperrstücke motiviren, bestehen darin, daß der Bankier ein Bedürfniß danach habe, sich vor denjenigen Zeichnern zu schützen, welche sich an der Subskription lediglich in der Absicht betheiligen, die Stücke sofort wieder mit einem Gewinn zu verkaufen, dessen Kosten der Bankier zu tragen hat. Ich bin aber der Meinung, daß der Schaden, der hiermit dem Bankier zugefügt wird, zum großen Theil vermieden werden könnte, wenn der Bankier mit genügender Vorsicht bei der Zeichnung verführe. Statt dessen ist gegenwärtig oft das umgekehrte Verfahren für ihn von Vortheil, er läßt die Subskription von statten gehen unter möglichst starker Betheiligung auch sogenannter nicht seriöser Zeichner oder Konzertzeichner, wie die Börse sie nennt, er prunkt mit dem großen Subskriptionsresultat und bewirkt eine um so stärkere Anreizung des Interesses des Publikums auf das betreffende Papier. Es scheint mir also einerseits der Bankier im Stande zu sein, durch größere Vorsicht und Gewissenhaftigkeit in der Ausführung des Geschäfts sich selbst zu einem Theil vor Schaden zu bewahren. Soweit aber ein Schaden für ihn bestehen bleiben sollte, scheint er mir zu demjenigen Risiko zu gehören, mit dem der Bankier naturgemäß rechnen muß, und das er in der Normirung des Kurses, den er bei der Emission fordert, oder auf anderem Wege in Anschlag bringt. Dagegen scheint mir die Existenz dieser Institution eine schwere Vergewaltigung des Verkehrs zu sein, und ich kann nicht anders sagen, als daß es mir eigentlich unbegreiflich erscheint, wie die Börsenbehörde, welche auf der einen Seite immer so großes Gewicht darauf legt, dem Verkehre die möglichste Freiheit erhalten zu sehen, auf der anderen Seite eine Institution hat bestehen lassen, welche eine Vergewaltigung des Verkehrs bedeutet. Es wird durch die Existenz der Sperrstücke herbeigeführt ein Mißverhältniß zwischen Angebot und Nachfrage in dem Sinne, daß zwar unbeschränkte Nachfrage besteht, das Angebot aber künstlich eingeschränkt ist. Dieses Mißverhältniß hat, wie es für das Publikum von Nachtheil ist, noch den folgenden besonderen Vortheil für den Bankier: je beschränkter das Angebot bei unbeschränkter Nachfrage ist, um so höher steigt das Papier. Steigen die Kurse, so reizen sie das Publikum erst recht, das Papier zu erwerben; es ist eine künstliche Kursbewegung in dem Papier bewirkt, die schließlich natürlich auf eine entsprechende Reaktion hinauslaufen muß, deren Kosten das Publikum trägt. Die Sperrstücke können nach meiner Ansicht unter keinem Gesichtspunkte aufrecht erhalten werden. Ich bedaure, daß trotzdem diese Frage in der Oeffentlichkeit wiederholt behandelt worden ist, seitens der Börsenbehörde nicht das Erforderliche geschehen ist, um die Einführung solcher Papiere an der Börse, ihre Notirung, die ja nur eine Scheinnotirung ist, unmöglich zu machen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte zunächst bemerken, daß es doch wohl unter Umständen auch im Interesse des Publikums sein kann, wenn es sich um reelle Zeichnungen handelt, diejenigen vorzugsweise zu begünstigen, die das Papier als Kapitalanlage zeichnen. Ich will aber an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, ob nicht im Wesentlichen seine Bedenken beseitigt

würden, wenn der Börsenvorstand vorschriebe, daß die Anzahl der gesperrten Stücke veröffentlicht werden müßte. Wenn die Börsenordnung vorschreibt, es sollen nur Effekten mit einem Minimalkapital von 1 Million zugelassen werden, so halte ich es allerdings nicht für zulässig, bei einem Aktienkapital von vielleicht 1½ Millionen 1 Million zu sperren. Wenn aber der gesperrte Betrag veröffentlicht wird und der nicht gesperrte Betrag sich noch innerhalb der Grenze hält, die für die Zulassung an der Börse festgesetzt ist, dann würde ich doch glauben, daß im Wesentlichen die berechtigten Interessen berücksichtigt sind, oder ist der Herr Sachverständige anderer Ansicht?

Sachv. **Wiener:** Ich möchte den Werth der Publizität in dieser Hinsicht nicht überschätzen. Ich meine, eine solche Veröffentlichung würde erfolgen können; ob sie aber eine Wirksamkeit üben würde, möchte ich bezweifeln. Dagegen würde die Kursentwickelung in dem betreffenden Papiere immer von statten gehen unter dem Einfluß des thatsächlichen Mißverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage, die künstliche Kursbewegung hätte den Effekt, künstlich das Publikum zum Erwerb des Papieres zu reizen, und in dem von Herrn Geheimrath Gamp und auch von mir erwähnten relativen Vortheile, der damit verknüpft ist, sehe ich nicht ein genügend ausschlaggebendes Moment, eine Einrichtung bestehen zu lassen, die eine Vergewaltigung des Marktes darstellt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sie würden also kein Papier zur Notirung zulassen, bei welchem eine Sperrung vorliegt?

Sachv. **Wiener:** Nein.

Geheimer Kammerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, einen Fall zu nennen, in dem in einer gedruckten oder schriftlichen Enunziation das Emissionshaus einen Sperrvermerk gemacht hat, in dem es erklärt hat, die Zeichnungen nur gelten zu lassen unter dem Vorbehalt einer Sperrung.

Sachv. **Wiener:** Wenn der Geheime Kammerzienrath Frentzel an mich die Frage so richtet, so nehme ich an, daß er selbst überzeugt ist, daß kein Prospekt eine solche Angabe enthalten hat. Das würde allerdings den Eindrücken widersprechen, die ich habe, aber ich würde nicht zu widersprechen wagen, so lange ich nicht in der Lage bin, thatsächlich den Beweis zu liefern. Darauf kommt es aber nicht an, das macht das Unrecht um so schlimmer, daß nicht Vorsorge getroffen wurde, daß die betreffenden Emissionshäuser auf diese Bedingung Verzicht leisteten. Denn daß der Usus thatsächlich geübt wurde, ist dem Aeltestenkollegium bekannt gewesen; die sogenannten Sperrstücke sind eine notorische Thatsache. Ich bin bereit, der Enquete das betreffende Material zu liefern, daß die Sperrung in sehr vielen Fällen geübt worden ist. Es ändert daran nichts, wenn in den Prospekten darüber nichts stand.

Geheimer Kammerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige macht der jetzigen Börsenbehörde den Vorwurf, sie hätte nicht eingegriffen. Nun gilt aber das alte Nürnberger Recht: man hängt keinen, wenn man ihn nicht hat, und ich will mir jetzt erlauben nachzuweisen, daß, eine wie geartete Börsenbehörde es auch sein möge, sie gar nicht eingreifen kann. Mit den Sperrstücken verhält es sich folgendermaßen. Entweder kommt eine Anleihe zur Subskription, dann wird die Subskription ganz frei gemacht, in der Regel behält sich allerdings die Subskriptionsstelle die Zutheilung der Stücke vor, sie behält sich vor, im Falle einer Ueberzeichnung die Reduktion zu

machen, wie sie es für richtig hält und ohne darüber Rechenschaft abzugeben. Ich bemerke beiläufig, daß unsere Staatsbehörden bei den Anleihen es ganz ebenso machen. Oder die Einführung geschieht in der Weise, es wird der Prospekt vorgelegt, das Börsenkommissariat sagt: wir werden die Makler anweisen, daß sie in diesem Papiere handeln dürfen. Was nun der Emittent weiter thut, welche weitere Maßregeln er nun ergreift, um das Papier in den Handel zu bringen, ist nicht Sache des Börsenkommissariats. Im einzelnen Falle hat er nun unter den Prospekt hinuntergeschrieben: Auf Grund dieses Prospektes, nachdem die Erlaubniß des Börsenkommissariats gegeben ist, werde ich nunmehr dieses Papier in den Handel bringen; er nennt keine Klausel, gar nichts. Jetzt steht er als Verkäufer der andern Partei gegenüber, einem respektive vielen Käufern, und wenn er nun einem dieser Käufer die Nebenbedingung auferlegt, eine gewisse Zeit lang über seine Papiere nicht zu verfügen, so weiß ich eigentlich nicht, wie diese nach der Zulassung gestellte Bedingung das Börsenkommissariat vorhersehen und wie es ihr entgegentreten sollte. Ja, wie ist es, darf nun für alle Zukunft niemals ein Verkäufer seinem Käufer irgend welche Nebenbedingung auferlegen? Ich bitte den Herrn Sachverständigen, sich nur einmal die Sache klar zu machen. Am liebsten wäre mir ein hübscher, klarer, netter Paragraph, den die Aeltesten zu erlassen hätten, der dem Gedanken des Herrn Sachverständigen Worte verliehe, die man zu einer gesetzmäßigen Handhabe machen könnte. Ich nehme an, daß ihm die Verhältnisse so genau bekannt sind, daß er im Wesentlichen das wird bestätigen müssen, was ich gesagt habe: die Sperrklausel tritt ein, nachdem bereits die Kommission gesprochen hat in Bezug auf das Papier.

Sachv. **Wiener:** Ich kann im Augenblick nicht feststellen, ob das, was Herr Geheimrath Frentzel über diesen Punkt behauptet, auch thatsächlich zutrifft, wage es aber zu bestreiten, weil mich die Frage viel beschäftigt hat und ich unter einem wesentlich anderen Eindruck stehe. Ich weiß auch gar nicht, woher Herr Geheimrath Frentzel diesen Unterschied konstatiren will, der zwischen der Zulassung eines Papiers zur Börse und jener Verfügung der Sperrung von Stücken bestehen soll. Mir ist durchaus nicht bekannt, daß diese Bestimmung immer nachträglich getroffen worden ist, mir sind im Gegentheil Fälle bekannt, in denen gleich bei der Veröffentlichung des Prospektes eine solche Bedingung bekannt gegeben wurde oder es sonst notorisch war, daß eine solche Sperre eintreten sollte.

(Geheimer Kommerzienrath Frentzel: Ich behaupte das Gegentheil; soweit es sich um den Prospekt handelt.)

Lassen wir die Behauptung des Herrn Geheimraths Frentzel gelten, es wäre im Prospekt nichts davon enthalten. Der Wunsch, die Einrichtung der Sperre zu treffen, ist bei dem Emittenten selbstverständlich zur Zeit, wenn er die Papiere emittirt, vorhanden. Ich sehe nun keinen Grund ein, warum, wenn das Börsenkommissariat diese und diese Bedingungen dafür stellt, daß ein Papier zur Börse zugelassen werde, es nicht auch die folgende Bedingung normiren könnte: Der Emittent begiebt sich des Rechtes, das Verfügungsrecht des Zeichners über das betreffende Papier zu beschränken. Das Aeltestenkollegium oder das Börsenkommissariat läßt die Papiere zur Notirung zu; diese Notirung hat aber nur einen Werth, wenn wenigstens nach Möglichkeit Vorsorge getroffen ist dafür, daß der notirte Kurs das Resultat ist zwischen dem relativ natürlichen Angebot und der entsprechenden Nachfrage. Daß in dieses Verhältniß künstlich eingegriffen wird mit Sperrstücken,

scheint mir ein Unrecht zu sein und zwar ein Unrecht, dessen sich der Bankier ganz gut begeben kann, weil er einestheils den Schaden durch entsprechende Vorsorge zu vermeiden vermöchte, und weil er andererseits den Schaden zu tragen verpflichtet ist, wie jeder Geschäftsmann seinen Schaden trägt, ohne daß er Bestimmungen treffen darf, welche eine Vergewaltigung des Verkehrs bedeuten.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich meine, es kommt nicht wesentlich darauf an, ob die Sperrbestimmung im Prospekt steht oder nicht, ich bin übrigens auch nicht der Ansicht des Herrn Geheimraths Frentzel, daß sie niemals im Prospekt gestanden hat. Wenn der Herr Sachverständige aber die Sperrmöglichkeit ausschließen will, so muß er sie natürlich auch ausschließen in dem Verkehr zwischen dem emittirenden Hause und seinen Kunden. Da frage ich den Herrn Sachverständigen, ob das nicht ein Eingriff in die Vertragsfreiheit ist, wie er schärfer nicht gedacht werden kann, und ob in der That der Gegenstand ein so erheblicher ist, daß man zu derartigen ganz außerordentlichen und außergewöhnlichen Maßregeln schreiten soll. Sie könnten sich sonst ebenso gut in jeden andern beliebigen Gegenstand, welcher das Verhältniß zwischen dem Hause und seinen Kunden betrifft, einmischen, wie hier. Was die Bankiers angeht, so muß ich sagen: daß der Bankier den Wunsch hat, seine Emission so gut, so sicher zu placiren, wie möglich, liegt auf der Hand. Weshalb wollen Sie dem Bankier diese Möglichkeit beschränken, indem sie ihm sagen: Du darfst den guten Kunden, welcher sich bereit erklärt, einige Monate die Stücke nicht auf den Markt zu bringen, mit Rücksicht hierauf nicht besonders berücksichtigen, sondern Du mußt des Prinzips halber auch die sogenannten Konzertzeichner berücksichtigen und darfst Dich in keinem Falle auf eine Sperrung einlassen. Das ist ein Eingriff in die Vertragsfreiheit. Ich weiß nicht, wie der Herr Sachverständige das vertheidigen will.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte dem gegenüber bemerken, daß die Möglichkeit, eine Auswahl zwischen den Kunden zu treffen, insoweit gegeben ist, daß dem einen Stücke zugetheilt werden, weil er als ein seriöser Kapitalist angesehen wird, dem anderen nicht, weil er nur für einen sogenanten Konzertzeichner gehalten werden kann. Diese Möglichkeit ist dem Bankier immer gegeben, und was die Vertragsfreiheit angeht, so scheint mir Freiheit gegen Freiheit zu stehen. Der Bankier will die Freiheit in Anspruch nehmen, trotz der Schädigung des öffentlichen Interesses diejenige Freiheit zu alteriren, welche nach meiner Ansicht die allererste Voraussetzung des Börsenverkehrs ist: Die Notirung an der Börse soll, soweit irgend möglich, das Verhältniß zwischen Angebot und Nachfrage ausdrücken; die Institution der Sperrstücke erschwert aber das Angebot bei unbeschränkter, ja, wie thatsächlich zu konstatiren ist, bei künstlich gesteigerter Nachfrage. Ich wüßte nicht, inwiefern die Freiheit eine Anfechtung erführe, da ja vielmehr die Vergewaltigung der Freiheit unterdrückt werden soll.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte bemerken, man könnte eine Art von öffentlichem Interesse konstruiren, wenn die Leute gezwungen würden, bei der Sache sich zu betheiligen, wenn aber jeder sich sagt: es ist nach der allgemeinen Gepflogenheit möglich, daß Sperrstücke vorhanden sind, es ist sogar wahrscheinlich, daß der Bankier als vorsichtiger Mann mit gewissen Kunden die Verabredung getroffen hat, daß derselbe für den Fall der Zutheilung größerer Beträge die Stücke einige Zeit bei sich aufbewahren darf, so wird er sich auch sagen: sei an-

gesichts dieser Eventualitäten vorsichtig. Das ist die Freiheit für jedermann, zu koufen, oder auch nicht zu kaufen, und auch für den Bankier die Freiheit, Stücke jemandem zu geden unter der Bedingung, daß er sie längere Zeit aufbewahrt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte den Herren vorschlagen, die weitere Erörterung dieses Punktes bis nächsten Montag zu vertogen. Ich stehe edensalls, wie Herr Wiener, unter dem Eindrucke, daß es sich um Sperrmaßregeln handelt, welche als Auflage für die Zutheilung bei der öffentlichen Subskription den Zeichnern gemacht worden sind; ob in dem Prospekte seldst oder in irgend einer anderen Weise, welche oder mit der Sudskription zusommenhöngt, das kann ich im Augenblick nicht feststellen. Das ist der Kern, ouf welchen es noch der Meinung des Herrn Wiener und nach Meinung anderer ankommt. Ich kann nur bestötigen, daß dies als eine ganz exzeptionelle, sonderbare, neue Erfindung zur Vereitelung des wirklichen Zweckes, die Papiere derartig in den Verkehr zu bringen, daß sie jedermann zugänglich sind, und zur Vorwegnohme günstiger Konjunkturen lediglich für die Papiere, welche die Emittenten für sich dehalten, aufgefaßt wird. Ich müßte mich sehr töuschen, wenn nicht volkswirthschaftliche Schriftsteller — ich denke an die Arbeit „die Technik des Emissionsgeschöfts“ — gerade über dieses Prozedere sich äußerten, und ich glaude, wir werden wohl in der Loge sein, uns über die Sache auszusprechen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte demerken, daß meines Erachtens kein Zweisel darüber bestehen kann, doß wenn ouch nicht direkt in dem Prospekt so doch auf andere Weise durch öffentliche Kundgebung die Adsicht von Emissionshöusern ausgesprochen worden ist, diejenigen Zeichner vorzugsweise zu berücksichtigen, die sich einer Sperre unterwerfen. Es sind mir eine ganze Reihe von Fällen dekannt, in denen im Hondelstheil von Zeitungen gesagt wurde: das Haus wird diejenigen vorzugsweise berücksichtigen, die sich einer Sperrverpflichtung unterwerfen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich bitte nur, folgenden Unterschied zu machen: zwischen Sudskription und freien Verkauf, und ich dehaupte und erwarte den Gegendeweis, daß da, wo es sich um Subskription, um eigentliche Zeichnung hondelt, in irgend einer Weise dieser Unterschied gemacht ist. Etwas anderes ist es, wo es sich um freien Verkouf handelt, wo, wie ich vorhin gekennzeichnet hade, der Emittent sagt: ich werde dos Papier on der Börse einführen, da weiß ich, daß derartige Vordehalte gemocht worden sind, und sachlich din ich dem Herrn Sachverständigen gar nicht so sehr entgegen gewesen, nur fordere ich ihn auf, die Handhabe zu finden. Wenn man dem Emittenten auferlegen würde: Dir wird die Erlaubniß, daß dieses Papier an der Börse gehandelt wird, nur ertheilt unter der Voraussetzung, doß du Emittent A keinem deiner Käufer die Verpflichtung auferlegst, er solle dos Popier beholten, dann würde der Emittent A die gonze Geschichte an den Emittenten B verkaufen. Was ader der nicht mehr als Emittent, sondern Besitzer dieser Papiere Herr B im weiteren Verlauf thun will, das, glaude ich, werden Sie nicht beschrönken können, namentlich werden Sie es nicht beschränken können durch irgend eine Verfügung der Börsenbehörde, und auf diesen Punkt, meine Herren, richte ich Ihre Aufmerksamkeit, denn ein Popier konn schon 10 Jahre an der Börse existiren, plötzlich fällt es einem ein, dieses ganze Papier für sich einzukoufen, und nachdem er erreicht hat, was er will, sagt er: jetzt will ich wieder verkoufen, aber ich will es verkaufen an Leute, die mir versprechen, es nicht gleich

wieder auf den Markt zu bringen. Das können Sie nicht hindern, werden es auch nicht hindern wollen. Sie wollen es nur hindern bei der Emissionsthätigkeit, und, wie gesagt, da bitte ich zu unterscheiden und bei Nachforschungen diesen Unterschied festzuhalten: die eigentliche Subskription und das sogenannte Einführen in den Handel, wo der Verkäufer gar nicht einen bestimmten Kurs nennt, sondern sagt: ich werde es einführen zu irgend welchem Kurse, so viel ich kriegen kann, werde ich nehmen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte bemerken — wir können im übrigen den Gegenstand wohl verlassen — daß mir eine Notiz aus der Vossischen Zeitung vorliegt, worin es heißt: Die Subskription auf die Aktien hat, wie uns das Emissionshaus mittheilt, ein recht befriedigendes Resultat ergeben. Die Zutheilung geschieht heute und werden dabei diejenigen Zeichner vorzugsweise berücksichtigt, welche sich einer kurzen freiwilligen Sperre unterworfen haben. Die sonstigen Zeichnungen unterliegen einer wesentlichen Reduktion. Der Kurs der Aktien stellte sich heute auf 121½ bezahlt in Geld, — also voraussichtlich sehr viel höher, als der Emissionskurs.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte mir erlauben, Herrn Präsidenten Wiener zu bemerken, daß ich die Frist, welche er für die weitere Besprechung dieses Punktes wünscht, als nicht recht begründet ansehen kann. Ich wüßte nicht, was ich Neues hinzufügen könnte; Herr Präsident Wiener selber erklärt ja ausdrücklich: ob das im Prospekt steht oder nicht, darauf kommt es nicht an. Unterläßt der Prospekt, es zu sagen, so liegt eine Unvollständigkeit des Inhaltes des Prospektes vor, der gegenüber gewiß eine Zulassung des Papiers ungeeignet wäre.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sollen nicht die Auflage bekommen, gewisse Behauptungen zu rechtfertigen, sondern wir wollen, weil die Thatsachen absolut nicht klar sind, heute die Sache noch nicht abschließen. Entscheidend ist, ob für die Berechtigung des Subskribenten, die Aktien zu dem oder dem Kurse zu bekommen, die Auflage, sie gesperrt zu erhalten, gemacht worden ist. Ob diese im Prospekt, in einer Nebenerklärung oder sonst erfolgt ist, ist gleichgiltig. Ich behaupte zunächst noch, es ist eine Auflage, die im inneren Zusammenhang mit der Offerte zur Zeichnung des Papiers stand, sonst hätte es gar keinen Sinn, wie sollte derjenige, der auf Grund der öffentlichen Subskription gezeichnet hat, in die Lage kommen, sich entsprechend solcher Auflage zu verpflichten? Das Alleräußerste wäre, daß, wenn er gezeichnet hätte, er in irgend einer Weise privatim vom Emittenten die Mittheilung bekommen hätte: Wir machen euch aufmerksam, wollt ihr euch der Auflage unterwerfen, so werdet ihr berücksichtigt werden. Das hängt so integrirend mit dem Geschäft selbst zusammen, daß ich die Behauptung für gerechtfertigt erachten muß, daß, sobald einer Behörde, die sich überhaupt einen Einfluß nach dieser Richtung vindizirt, dies bekannt wird, sie sich vor die Frage zu stellen hat, ob sie nicht bei der Erlaubnißertheilung für die spätere Zulassung von Effekten zu sagen hat: Ihr habt dieses Mittel ergriffen, dieses Mittel alterirt ganz wesentlich den Charakter der öffentlichen Zulassung, wir stellen euch hier die Bedingung, daß ihr, gleichviel ob im offenen Prospekt oder in einer Nebenerklärung, derartige Versuche unterlaßt.

Sachv. **Wiener:** Ich kann den Ausführungen des Herrn Präsidenten Wiener gegenüber jetzt noch weiter gehen. Nicht darum handelt es sich, diejenigen, die sich ein derartiges Verfahren haben zu Schulden kommen

lassen, damit zu strafen, daß sie fernere Emissionen nicht machen dürfen, nein, es war meiner Ansicht nach in den gegebenen Fällen selbst der Börsenbehörde möglich, die Notirung eines derartigen Papiers zu inhibiren; denn die Bestimmung betreffs der Sperrstücke ist immer getroffen worden bei der Emission. Darum handelt es sich für mich vor allem: es soll nicht möglich sein, daß ein Papier notirt wird, dessen Kurs nicht wenigstens der relativen Wahrheit entspricht, die in dem Verhältniß zwischen Angebot und Nachfrage liegt. Jene Bestimmung wurde aber immer getroffen, bevor das Papier zur Notirung zugelassen war. Das Börsenkommissariat läßt nicht ein Papier sofort zur Notirung zu, sondern trifft Bestimmungen, wonach die Notirung erst gestattet ist, wenn die und die Bedingungen erfüllt sind, und innerhalb der Erfüllung dieser Bedingungen hat sich jedesmal meiner Erinnerung nach das abgespielt, daß entweder in redaktionellen Mittheilungen der Presse oder, wie ich glaube, selbst im Prospekt die Angabe enthalten war: es wird die Institution der Sperre für das betreffende Papier geltend gemacht.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich weiß nicht, ob der Herr Vorsitzende eine Diskussion überhaupt fortgehen lassen will über diesen Punkt, wünschenswerth ist mir jedenfalls, zwei Fragen stellen zu können, wobei ich voraussetze, daß die betreffenden Herren bis nächsten Montag das Material sich verschaffen könnten. Meine Frage geht in erster Linie dahin: können die Herren Sachverständigen oder diejenigen Kommissionsmitglieder, welche für uns auch als Sachverständige gelten, darüber Mittheilungen machen, welcher Theil, welcher Prozentsatz einer Emission gesperrt wird und wie lange gesperrt wird? Darauf nämlich kommt es an. Werden nur 1, 2 oder auch 10 Prozent gesperrt und nur für vierzehn Tage oder drei Wochen, so hat das keine große Bedeutung, werden aber 50 oder 60 Prozent gesperrt und für sechs bis acht Monate, dann, meine Herren, liegt es doch auf der Hand, daß nichts mehr einer künstlichen Kurstreiberei die Wege ebnet, als die Sperrung. Wenn eine solche Sperrung eines größeren Theils einer Anleihe erfolgt, während zugleich von Seiten der Presse nur das Günstige über das Papier bekannt gemacht wird, so kann das nicht anders wirken, als eine künstliche Kurstreiberei, und jede solche muß man bekämpfen, da sie den natürlichen reellen Ursachen, dem richtigen Urtheil entgegenwirkt. Darin liegt das Berechtigte der Ausführungen des Herrn Sachverständigen. Die zweite Frage ist: was kann dagegen geschehen? Ich kann mich der Ansicht nicht anschließen, welche Herr Senatspräsident Wiener ausgesprochen hat, da mir unerfindlich ist, warum das Börsenkommissariat nicht unter den Bedingungen soll sagen dürfen: dieses Einsperren darf nur in gewissen Grenzen gestattet sein oder für eine gewisse Zeit, sonst lassen wir das Papier nicht zur Notirung zu, weil diese Sperrung erkannt worden ist als Hauptmittel der künstlichen Kurstreiberei.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte zunächst mittheilen, daß mir ein ganz konkreter Fall in der Erinnerung ist, wo es sich um folgenden Sachverhalt handelte. Es wurde eine industrielle Anleihe hier von einer Bank auf den Markt gebracht und zwar, obwohl das Aktienkapital $7\frac{1}{2}$ Millionen betrug, in dem verhältnißmäßig geringen Betrage von $2\frac{1}{2}$ Millionen. Hierbei mußten sich die gegenwärtigen Hauptbesitzer der Aktien, die Mitglieder des Aufsichtsraths und die Direktion verpflichten, innerhalb einer sogar ziemlich weit bemessenen Frist keine Aktien an den Markt zu bringen. Ich halte eine derartige Vereinbarung für zulässig, bin aber andererseits

der Ansicht, daß das Publikum einen Anspruch darauf hatte, über dieses Verhältniß informirt zu werden, denn wenn das Publikum wußte, daß von diesen 7½ Millionen Aktien, die das Unternehmen hatte, nur 2½ Millionen auf den Markt gebracht sind und die übrigen 5 Millionen nicht auf den Markt gebracht werden durften, so hatte das natürlich einen andern Einfluß auf die Kursnotiz, als wenn die ganzen 7½ Millionen öffentlich zu haben waren. Ob es genügt, vorzuschreiben, daß eine Veröffentlichung der Anzahl der gesperrten Stücke erfolge, — diese Frage habe ich bereits dem Herrn Sachverständigen vorgelegt, und war er der Ansicht, daß das nicht genüge. Ich glaube, wir werden im Schoße der Kommission die Sache weiter erörtern können. Der Herr Sachverständige hat seine Ansicht klar und deutlich ausgesprochen, er hat sich, obwohl von verschiedenen Seiten Fragen an ihn gerichtet worden sind, auch von mir, zu einer Aenderung seiner Auffassung nicht bereit erklärt. Ich muß ja natürlich die Diskussion weiter gehen lassen, aber ich möchte glauben, daß diese Auseinandersetzung eigentlich mehr in die Verhandlungen der Kommission gehört, als in dieses Stadium, in dem es sich um Abhörung der Herren Sachverständigen handelt. Ich glaube, daß wir nicht aus dem Herrn Sachverständigen mehr herausbekommen werden in dieser Frage, als er bereits erklärt hat.

Sachv. **Wiener:** Ich halte es nicht für unmöglich, daß ich solche Prospekte herausfinden könnte, aber meiner Ansicht nach würde damit für die weitere Erledigung der Sache gar nichts geschehen sein; denn steht es in den Prospekten, so hätte etwas dagegen geschehen müssen, steht es nicht in Prospekten, so wäre doch, da notorisch ein solcher Usus sich eingebürgert hatte, ebenfalls dafür Sorge zu tragen gewesen, daß dem Uebelstande abgeholfen würde.

Graf **von Kanitz:** Ich habe vor mir liegen den neuesten Prospekt betreffs der zu emittirenden rumänischen Anleihe, unterzeichnet „Im Juni 1892. Direktion der Diskontogesellschaft. S. Bleichröder.“ Ich finde darin folgenden signifikanten Satz: „Einer jeden Anmeldungsstelle ist die Befugniß vorbehalten, nach ihrem Ermessen die Höhe des Betrages jeder einzelnen Zutheilung zu bestimmen.“ Also die Anmeldestellen, namentlich die Berliner, haben das Recht, wenn die Anleihe überzeichnet wird, nur einen Theilbetrag dem Zeichner zu bewilligen, es sind die Anmeldungsstellen aber nicht verpflichtet, die einzelnen Zeichner mit gleichmäßigen Prozentsätzen zu berücksichtigen, sondern können jedem einzelnen Zeichner so viel zutheilen als sie wollen. Darin liegt nach meiner Ueberzeugung für die betreffenden Bankiers die Handhabe, auch diese Sperrmaßregel zur Anwendung zu bringen, indem sie dem Zeichner sagen: entweder unterwirfst Du Dich der Sperrmaßregel oder Du erhältst einen ganz minimalen Betrag dessen, was Du gezeichnet hast. Nun würde vielleicht die Frage, die Herr Geheimrath Frentzel angeregt hat, ob es überhaupt eine Maßregel giebt, diesem Uebelstande entgegenzuwirken, nach der Richtung sich entscheiden lassen, daß man sagt: der Emittent ist verpflichtet, bei Ueberzeichnung der Anleihe jeden Zeichner mit einem gleichmäßigen Prozentsatz zu bedenken, so, daß also ein derartiger Satz aus den Prospekten hinausfiele, wie er hier darin steht und wonach dem Bankier die Befugniß vorbehalten ist, jeden Zeichner nach seinem Belieben zu bedenken. Dadurch würde eine gewisse Kautel geschaffen sein. Ich möchte bitten, daß der Herr Sachverständige sich darüber ausspricht. Ich glaube einstweilen nicht, daß ich mich geirrt habe.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte Herrn Grafen Kanitz bitten, diese Anregung nicht weiter zu verfolgen. Ich stimme mit ihm überein, daß auch in Bezug auf die Zutheilung Mißstände bestehen, ich glaube aber nicht, daß sie mit dieser Frage in Zusammenhang stehen, und bin ferner der Ansicht, daß uns diese Frage von dem Fragebogen vollständig abführen würde. Ich glaube, daß der Herr Sachverständige an sich schon eine Anregung gegeben hat, die mit dem Fragebogen nur lose zusammen hangt, aber wenn wir die Frage der Zutheilung der gezeichneten Beträge hier eingehend diskutiren wollen, so würde uns das außerordentlich weit führen. Ich kann mittheilen, daß ich selbst bei Festsetzung des Fragebogens auch die Frage der Zutheilung der Effekten seitens der Emissionshäuser habe zur Erörterung stellen wollen, daß wir aber von der Stellung diesbezüglicher Fragen Abstand genommen haben, weil wir uns überzeugt haben, es ist nicht möglich, auf diesem Gebiete, ohne berechtigte Interessen zu verletzen, irgend etwas zu erreichen.

Graf **von Kanitz:** Ich wollte nur das eine bemerken, daß nach meiner Ansicht meine Ausführungen in genauem Zusammenhange standen mit dem, was der Herr Sachverständige vorgebracht hatte. Es handelte sich darum: soll ein Bankhaus berechtigt sein, einen Kunden schlechter zu behandeln, als einen anderen, d. h. ihn zu zwingen, sich einer Sperrmaßregel zu unterwerfen?

Sachv. **Wiener:** Der Zusammenhang ist in der That vorhanden, aber ich glaube nicht, daß das in Vorschlag gebrachte Mittel möglich ist, es bedeutet nach meiner Auffassung einen Eingriff in die Freiheit des Verkehrs, der nicht gebilligt werden könnte.

Graf **von Kanitz:** Dann hatten Sie überhaupt kein Mittel angegeben.

Sachv. **Wiener:** Ich hatte das Mittel der Zulassung zur Börsennotiz angegeben. Ich wiederhole, ein radikales Mittel, das allen den Uebelständen abhelfen würde, bin ich vorzuschlagen nicht im Stande, aber ich meine, es würde den Uebelständen auf dem angegebenen Wege wenigstens einigermaßen abgeholfen werden, wenn der Schein nicht mehr erzeugt werden könnte, der darin liegt, daß das Börsenkommissariat ein Papier zur Notiz zuläßt, obgleich die selbstverständlichste Voraussetzung dafür, nämlich daß ein mindestens relativ freies Verhaltniß — denn die Unzulänglichkeit der menschlichen Verhältnisse verbietet den absoluten Charakter dieses Verhältnisses — zwischen Angebot und Nachfrage vorhanden ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es hat sich niemand mehr zu diesem Punkte zum Worte gemeldet, wir können zu Nr. 2 übergehen. Ich möchte bitten, die Nummern 2, 3, 4, 5 und 6 gemeinschaftlich zu behandeln. Herr Sachverständiger Dr. Müller, wollen Sie die Güte haben, sich über diese Fragen zu äußern.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich weiß nicht, ob gerade von uns erwartet wird, daß wir diese Fragen ausführlich behandeln. Die Kommission wird jedenfalls täglich damit zu thun gehabt haben; neues Material beizubringen, wird mir kaum möglich sein. Die Thatsachen, welche zur Einführung des Terminhandels geführt haben, anzugeben, würde wohl zu weit führen; wenn es sich aber um die Motive handelt, so finde ich diese meist darin, wenigstens bei der Fondsbörse, auf die es hier ja allein ankommt, daß die Einführung des Terminhandels den Zweck hat, die Umsätze in den einzelnen Effekten zu vergrößern und zwar nicht die reellen Umsätze, sondern die Wettumsätze, die Spielumsätze, so daß es jeden Augenblick möglich ist, per ultimo

irgend ein Papier zu kaufen oder zu verkaufen, ohne daß gerade durch diesen einen Kauf oder Verkauf der Kurs sehr wesentlich beeinflußt wird. Ich finde also, daß in der Hauptsache das Motiv des Ultimohandels das Spiel ist. Ich will durchaus nicht leugnen, daß bei Rentenwerthen, bei Wechseln, bei Noten u. s. w. ein Bedürfniß des internatianalen Handels vorliegt, sich Gegenwerthe für den Waarenaustausch, für den Waarenhandel zu verschaffen zu einem bestimmten Preise, der allein die Kalkulation des Geschäfts sicher möglich macht, aber ich glaube, daß der wirkliche Bedarf im Ultimohandel in diesen internationalen Zahlungswerthen viel geringer ist als die Umsätze, die blos zum Zweck des Spiels, der Wette, gemacht werden. Alsa es wäre schon damit gesagt, daß der Ultimohandel in den Werthen, die nicht zur internationalen Zahlung dienen, volkswirthschaftlich nicht gebilligt werden kann.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wollen Sie sich auch über die anderen Fragen äußern, welche Erwerbsgruppen sich vorzugsweise am Terminhandel betheiligen, ob wesentliche Nachtheile mit dem Terminhandel verbunden, ob diese Nachtheile gar nicht ader nur zum Theil entstehen würden, falls die betreffenden Artikel nur auf sofortige Lieferung gehandelt würden, und ob es sich empfiehlt, den Terminhandel einzuschränken. In dieser Beziehung haben Sie sich allerdings bereits geäußert.

Sachv. Dr. **Müller:** Daß heftige Preisschwankungen, Schwänzen, Einsperrung und Festlegung von Vorräthen, Verführung des Publikums zum Börsenspiel u. dergl. mit dem Terminhandel verknüpft sind, ist wohl notorisch, namentlich möchte ich darauf Gewicht legen, daß das Publikum durch den Terminhandel zum Börsenspiel verführt wird. Durch die gewaltigen Umsätze, welche die Kurse in fortwährendem Schwanken halten, sodaß von Minute zu Minute die Kurse sich ändern, wird das Publikum darauf hingewiesen, daß hier mit Leichtigkeit einmal ein Gewinn zu erzielen ist, ahne daß man viel dabei auf's Spiel setzt, viel Vermögen in Gefahr bringt. Ich glaube, wenn der Ultimohandel eingeschränkt würde auf salche Papiere, in welchen wirklich ein volkswirthschaftliches Bedürfniß dazu vorliegt, daß dann die Spielleidenschaft nicht so häufig mit elementarer Macht wiederkehren würde, wie wir das bis jetzt beobachtet haben. Es haben namentlich die Emissionsfirmen, die die Aufgabe, den Daseinszweck haben, neue Werthe unter dem Publikum einzuführen, den natürlichen Trieb, diese Lebhaftigkeit der Umsätze an der Börse zu fördern, sie thun es unwillkürlich, sie thun es auch mit Bewußtsein und mit Berechnung, und man kann gerade in der jetzigen Zeit wohl sagen: es wird beabsichtigt, die Lethargie des Publikums zu beseitigen und das Publikum wieder heranzuziehen dadurch, daß man eine gewisse Stetigkeit in die Kursentwickelung bringt, die Kurse einige Wochen steigen läßt. Dann fallen sie natürlich wieder einige Wochen, wenigstens auf einzelnen Gebieten, aber dann kann man andere wieder forciren, das Publikum sieht, daß es nicht von heute auf morgen oder innerhalb eines Tages seine Entscheidungen zu treffen braucht, wenn es sich zum Spiele bereit finden läßt. Es hat den Anschein, daß die künstliche Erzeugung einer neuen Spekulatiansära an der endlich erwachten Varsicht des Kapitalistenpublikums gegenüber der Börse diesmal einen unterschätzten Widerstand findet. Nach der Analogie früherer Erfahrungen ist aber tratz allem Mißtrauen der Erfalg dieser, durch das Ultimageschäft erleichterten Verführung des Publikums in dem Augenblick gesichert, in dem sich eine merkbare Besserung der wirthschaftlichen

Zustände einstellt. Davon sind die großen Spekulationsbanken in Folge ihrer engen Verbindung mit den hervorragenden Industriegesellschaften stets am frühsten unterrichtet, und ehe das Publikum noch mit Käufen an den Markt kommt, haben sie im Ultimogeschäft das gesammte Aktienmaterial in Form von Schlußscheinen in die Hand bekommen. Die kleine Spekulation der Börse ist bis dahin in Unkenntniß der Verhältnisse gelassen worden und hat weiter à la baisse spekulirt. Ihre Verluste wieder einzubringen, springt sie sofort um, wenn sie merkt, wie oben der Wind weht, und sucht nun das doppelte von dem zu kaufen, was sie schuldig ist. Die Führer der Bewegung lassen ihre Gefolgschaft denn auch nicht ganz im Stich, da es ja nicht auf eine Auspressung der Contremine abgesehen ist, sondern auf die Erregung einer animirten Haussestimmung. Bei stetig steigenden Kursen kauft dann der Kapitalist die Spekulationspapiere, und er kauft immer noch, wenn die großen Banken die Konjunktur längst als ausgenutzt betrachten. Zu dieser Zeit des durch das Ultimospiel hervorgerufenen Haussetaumels finden dann die Emissionen statt, bei denen auf ein blindes Zugreifen des Publikums gerechnet wird. Ohne die Möglichkeit, im Ultimohandel mit Aktien alles vorhandene Material und gar ein Vielfaches desselben unbemerkt und ohne beträchtliche Kurssteigerung zu ihrer Verfügung zu erhalten, würde es den großen Banken schwer werden, im Lande die Meinung zu erwecken, an der Börse seien zu bestimmten Zeiten ohne Risiko große Summen zu gewinnen, dort liege das Geld auf der Straße und man brauche es nur aufzuheben. Die bedenklichste, gefährlichste Wirksamkeit der Börse, jenes mit der Sicherheit eines mechanischen Vorganges sich vollziehende Auffangen kleiner Kapitalien, wäre ohne das Termingeschäft in Aktien nicht in dem thatsächlich vorhandenen Umfange möglich.

(Reichsbankpräsident Koch übernimmt den Vorsitz.)

Professor Dr. **von Cuny:** Wünscht der Herr Sachverständige gesetzliche Maßregeln gegen den Ultimohandel oder ist er der Ansicht, daß die Börse den Kreis derjenigen Effekten einschränken soll, in denen ein Ultimohandel stattfinden darf?

Sachv. Dr. **Müller:** Es müßte jedenfalls der Börse gesetzlich eine solche Beschränkung auferlegt werden. Ich halte für nöthig, daß das Ultimogeschäft beschränkt wird auf diejenigen Werthe, welche zur internationalen Zahlung dienen, z. B. fremde Renten, russische Noten, Wechsel u. s. w. Auch würde ich nicht viel dagegen einzuwenden haben, wenn die deutschen Fonds im Ultimoverkehr blieben, soweit sie es jetzt sind. Ausgeschlossen möchte ich unter allen Umständen sehen alle Aktien.

Vorsitzender: Nicht blos Industrieaktien und Bankaktien, sondern auch die Aktien von anderen Unternehmungen, namentlich Eisenbahnen?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja, auch von Eisenbahnen. Ich glaube aber kaum, daß die wenigen noch bei uns gehandelten einheimischen Eisenbahnaktien, welche auf den Ausnahmetarif stehen, und die ausländischen Eisenbahnaktien groß ins Gewicht fallen.

Vorsitzender: Sie haben vielleicht die Nachtheile schon entwickelt.

Sachv. Dr. **Müller:** Ja, ich habe es versucht.

Vorsitzender: Dann würden wir wohl mit der Vernehmung des Herrn Sachverständigen über die Punkte 2 bis 6 fertig sein.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte noch auf § 14 der Börsenordnung hinweisen, welcher mir nicht unbedenklich zu sein scheint, indem er vielfach selbst das Kassageschäft zum Termingeschäft ausarten läßt. Ich habe keine Erfahrungen im Bankgeschäft, mache selbst keine Geschäfte, habe mir aber sagen lassen, daß es immer mehr Usus wird, sich auf Lieferung der gekauften Stücke oder Annahme der gekauften Stücke verklagen zu lassen. Die Aufforderung wartet man ab und macht von all den Chikanen Gebrauch, die hier nach § 14 der Börsenbedingungen gestattet sind, so daß es vorkommt, daß Kommissionäre, welche zu liefern verpflichtet sind, oder einen Kaufauftrag übernommen haben, ehe sie denselben ausführen, ehe sie die Stücke liefern, darauf hin fixen, um sich die Waare billiger zu beschaffen, als an dem Tage, an dem sie zu liefern haben, möglich war, so daß die Nachtheile des Ultimogeschäfts auf diese Weise durch § 14 der Börsenordnung in das Kassageschäft kommen.

Vorsitzender: Bei dem letzten Punkte kommen wir noch zu dem Lieferungsgeschäft.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich wollte nur zeigen, es giebt selbst in dem Kassageschäft eine Möglichkeit zu einer Art Zeithandel.

Vorsitzender: Will der andere Herr Sachverständige sich äußern.

Sachv. **Wiener:** Soweit in den Punkten 2 bis 6 prinzipielle Gesichtspunkte zum Ausdruck kommen, möchte ich entsprechend dem, was ich bei den früheren Punkten gesagt habe, auch hier wiederholen: ein Eingriff des Staates in diese Fragen erscheint mir unmöglich.

Vorsitzender: Auch bei 6, wo gefragt ist, ob die Zulassung zum Terminhandel abhängig gemacht werden soll von gewissen Voraussetzungen oder der Genehmigung von Staatsbehörden? Sie würden die Frage verneinen?

Sachv. **Wiener:** Die Fragen 2—6 scheinen mir von dem Gesichtspunkte auszugehen, daß mit dem Terminhandel öffentliche Nachtheile verbunden sind, welche es wünschenswerth machen, daß die Gesetzgebung hier eingreift. Das halte ich nicht für richtig, ich bin der Meinung, daß nach vielen Richtungen hin sich die Mißstände nicht werden beseitigen lassen, nach anderere Richtungen aber eine Börsenbehörde, die in entsprechender Weise für das allgemeine Interesse sorgte, auch hier manchen Mißständen würde abhelfen können. Die Frage 2 im Einzelnen zu beantworten, möchte ich ebenso wenig unternehmen, wie es Herr Müller gethan hat, denn die Beantwortung bedeutet eine Geschichte des Terminhandels. Die Frage, welche Erwerbsgruppen sich daran betheiligen, ist — ich möchte den Urhebern des Fragebogens nicht zu nahe treten — nach meiner Ansicht irrelevant. Würde eine so vollkommene Statistik des Börsenspiels existiren, daß man z. B. dazu gelangte zu wissen, die Bäcker sind diejenigen, die am meisten spekuliren, so würden wir vor dieser Thatsache hilflos dastehen; wir würden es wissen, aber der Staat würde nichts dagegen thun können.

Vorsitzender: Man könnte daraus schließen, daß der Terminhandel nach irgend einer Richtung eine Einschränkung verdient, wenn man sieht, daß Bevölkerungsklassen, die wirthschaftlich mit dem Terminhandel nichts zu thun haben, sich vorzugsweise desselben bedienen, nur um mühelosen Gewinn zu machen.

Sachv. **Wiener:** Der Terminhandel ist einerseits berechtigt, er ist andererseits unberechtigt, er wird einerseits betrieben von Leuten, die, wenn ich den in diesem Sinne häufig angewendeten Ausdruck gebrauchen soll,

eine legitime Veranlassung dazu haben, und von anderen, die ihn aus minder berechtigten Gründen betreiben. Damit beantwortet sich auch die Frage 3. Es geht die Entwicklung theils unmittelbar, theils mittelbar so vor sich, daß ein gewisser Kreis oder eine gewisse Erwerbsgruppe ein Interesse daran hat, Terminhandel zu treiben, sagen wir z. B. der Müller und über den Müller hinaus auch noch der Bäcker, um auf dem Wege des Terminhandels seinen Bedarf zu decken. Es werden von dieser Welle aus immer weitere Kreise gezogen, immer mehr Leute ergriffen, schließlich auch solche, die an sich gänzlich ungeeignet dazu sind und die das Geschäft ohne jeden berechtigten Grund betreiben. Die Frage 3 scheint mir also, auch wenn sie beantwortet werden könnte, nicht gerade für die Reform der Börse etwas zu bedeuten; die Schwierigkeit, sie zu beantworten, halte ich aber für sehr groß. Die Frage 4: Sind mit dem Terminhandel Nachtheile (heftige Preisschwankungen, Schwänzen, Einsperrung und Festlegung von Vorräthen, Verführung des Publikums zum Börsenspiel und dergleichen) verbunden? läßt sich bejahen.

Vorsitzender: Vielleicht würden Sie die Frage mit Nr. 5 zusammenfassen.

Sachv. **Wiener:** Es sind mit dem Terminhandel Nachtheile verbunden, aber die Frage läßt sich auch bejahen, wenn sie in Bezug auf das Kassageschäft gestellt wird. Auch mit dem Kassageschäft sind Nachtheile verbunden, und ich bin sogar der Meinung, daß die Nachtheile, welche durch den Terminhandel entstehen, bei weitem überschätzt werden im Vergleiche mit den Nachtheilen aus dem Kassageschäft. Es ist zuzugeben, daß in den verhältnißmäßig wenigen Papieren, in denen, um von der Fondsbörse zu sprechen, ein Terminhandel stattfindet, bei weitem größere Umsätze erfolgen, als sie dem thatsächlich vorhandenen Kapital entsprechen; aber wenn ich dem gegenüberhalte die Nachtheile, welche durch die Betheiligung des Publikums an Geschäften in der so viel größeren Zahl von Kassapapieren verursacht werden, so zweifle ich nicht daran, daß der bei weitem überwiegende Nachtheil auf Seiten des Kassageschäftes liegt. Den Terminhandel als den wesentlich gefährlicheren Geschäftsbetrieb anzusehen, scheint mir nicht richtig.

Vorsitzender: Sie meinen, es wird mehr in der Form des Kassageschäftes gespielt, als in Form des Termingeschäftes?

Sachv. **Wiener:** Ich zweifle nicht daran; schon die Anzahl der Papiere spricht dafür, daß auf dem Gebiete des Kassageschäftes weit mehr gesündigt wird.

Vorsitzender: Ist es aber nicht schwerer auf dem Gebiete des Kassageschäfts, weil man ein größeres Kapital dazu braucht?

Sachv. **Wiener:** Bei der heutigen Entwickelung des Geschäftes nicht. Die Bankiers geben dem Publikum Gelegenheit, auch an dem Kassageschäft, für das an sich ja größere Summen erforderlich sind, sich mit verhältnißmäßig kleinen Einlagen zu betheiligen. Es ist die Möglichkeit gegeben, die meisten Papiere gegen einen Einschuß von 10 oder 15 Prozent zu handeln; die kolossalen Kapitalien, die in der Bankwelt konzentrirt sind, erleichtern dies ungemein. Die nachtheiligen Folgen, die in dem Geschäfte mit den Ultimopapieren zu Tage getreten sind, scheinen mir nicht schlimmer zu sein, als die auf dem Kassamarkte. Man braucht nicht als Beschöniger des Terminhandels zu gelten, wenn man behauptet, daß der Terminhandel seinen eigentlichen Beruf in einer vortheil-

haften Wirksamkeit findet; denn er ermöglicht, daß, wenn die Preise hoch erscheinen, jemand abgeben kann, ohne daß er die Waare oder die Effekten hat, und daß er umgekehrt, wenn ihm die Preise unnatürlich gedrückt erscheinen, kaufen kann, ohne daß er im Augenblick die Waare abzunehmen hat. Das ermöglicht an sich, übertriebenen Preisbewegungen entgegenzuwirken.

Vorsitzender: Der Terminhandel würde also mehr nivelliren.

Sachv. **Wiener:** Im Wesentlichen allerdings. Ich gebe aber zu, daß der Terminhandel auch umgekehrt auf eine nachtheilige Beeinflussung der Kurse und Preise hinwirkt. Das kommt von der Betheiligung der sogenannten Outsiders, das ist derjenigen, die ohne Rücksicht auf wirthschaftliche Momente darauf los kaufen, namentlich wenn die Preise hoch sind, also im wirthschaftlich ungeeignetsten Moment, in dem Augenblick, den der überlegene Verstand des Bankiers benutzt, zu verkaufen, während diese Outsiders erst wieder verkaufen, wenn die Preise fallen, die Abwärtsbewegung also in dem Augenblick verstärken, wo der überlegene Verstand vielmehr den Augenblick gekommen sieht, zu dem betreffenden Preise zu kaufen. Aber so sehr sich solche Ausschreitungen bemerkbar machen und so wünschenswerth es wäre, daß ihnen entgegengewirkt werden könnte, so bin ich allerdings der Meinung, daß der Terminhandel unentbehrlich ist, vorherrschend auch vortheilhaft wirkt und jedenfalls seinem Berufe nach vortheilhaft zu wirken geeignet ist, so daß jeder Eingriff in den Terminhandel der äußersten Ueberlegung bedarf, ob er nicht berechtigte Geschäfte hindert.

Vorsitzender: Es wird in Nr. 6 die Anregung gegeben, wie man ihn einschränken könnte, freilich von der Voraussetzung ausgehend, daß er eine Einschränkung verdient.

Sachv. **Wiener:** Wenn angeregt wird, bei gewissen Waaren oder gewissen Gattungen von Papieren den Ultimoverkehr von gewissen Voraussetzungen abhängig zu machen, so glaube ich wohl, daß es nahe liegt, solche Wünsche zu hegen; aber ob ihre Erfüllung irgend eine Bedeutung haben würde, möchte ich bezweifeln. Wer den Prozeß Polke sich hat abspielen sehen, ist, glaube ich, zu der unzweifelhaften Ansicht gelangt, daß ganze Sphären des Publikums für ein einziges Papier sich gewinnen lassen, das nicht in großen Beträgen existirt, das nicht in den Ultimohandel eingeführt ist. Das hängt in der That von der Fähigkeit ab, die betreffende Mache zu entwickeln, und ich glaube, dem Publikum würde kaum ein Vortheil erwiesen werden, wenn durch äußerliche Bestimmungen gerade eine Einschränkung des Terminhandels erfolgte. Der Spieltrieb würde sich dann weniger im Terminhandel, und sich auf andere Gebiete werfen. Einen allgemeinen Vortheil sehe ich damit nicht erreicht.

Vorsitzender: Sie würden also eine solche Einschränkung nicht empfehlen. Es ist früher von Sachverständigen anerkannt worden, daß der Terminhandel an sich berechtigt ist, wenn größere Interessen in Frage stehen, wenn ein größeres Kapital da ist, nicht aber bei kleinen Papieren.

Sachv. **Wiener:** Wenn die Frage so gestellt wird: soll der Terminhandel in gewissen Papieren zugelassen werden oder nicht, so würde ich sagen: es sind die Fälle wohl denkbar, in denen die Zulassung zum Terminhandel von einer solchen Entscheidung abhängig gemacht werden sollte; die Entscheidung darüber ist aber einer sachverständigen Behörde zu überlassen; aber wenn ich mich frage,

ob die Nichtzulassung einen großen Vortheil bedeutet, so würde ich diese Frage verneinen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob es richtig ist, daß erfahrungsgemäß bei Aufträgen auf Ausführung von Zeitgeschäften geringere Einschüsse seitens der Bankiers verlangt werden, als bei Aufträgen auf Ausführung von Kassageschäften?

Sachv. **Wiener:** Ich habe in meinem Leben noch kein Geschäft gemacht und kann strikte die Frage nicht beantworten, würde aber doch glauben, daß das vom einzelnen Falle abhängt. Es wird jemand, der ein Papier kauft, das starken Schwankungen unterworfen ist, eine größere Kaution zu stellen haben, als derjenige, der ein Papier kauft, das solche Schwankungen weniger voraussetzen läßt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie sagten, der Terminhandel sei unentbehrlich. Ich möchte fragen, ob sich diese Aeußerung auch bezieht auf Industrieaktien, Bankaktien und Bergwerkspapiere, und wenn das der Fall sein sollte, bitte ich, uns die wirthschaftlichen Vortheile des Terminhandels in diesen Effekten etwas näher klar zu legen. Die Vortheile des Terminhandels bei anderen zum internationalen Geldaustausch geeigneten Papieren oder fremden Valuten liegen auf der Hand, aber bezüglich der genannten Effekten besteht in großen Kreisen eine andere Auffassung.

Sachv. **Wiener:** Ich werde diese Frage natürlich ganz anders beantworten, als Herr Geheimrath Gamp. Herr Gamp steht auf dem Standpunkt, der Terminhandel ist im Wesentlichen ein schwerer Nachtheil, und ihn zu restringiren, wo irgend möglich, ist von größtem Werthe. Ich bezweifle, daß die Restriktion eine solche Bedeutung für das Allgemeinwohl haben würde, und frage nicht in jedem Falle: ist damit eine wesentliche wirthschaftliche Aufgabe erfüllt, wenn das betreffende Papier per ultimo gehandelt werden darf? sondern ich sage mich: ist damit ein Schaden verknüpft? Wenn eine Aktiengesellschaft begründet oder ihr Aktienkapital um entsprechende Beträge erhöht wird, kann es für die Unterbringung dieser Papiere, selbst unter den reellsten Umständen, von Vortheil sein, die Gelegenheit zu haben, dieses Papier mittelst des Ultimoverkehrs unterzubringen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte darauf aufmerksam machen, daß meines Wissens die Industriepapiere, die zum Terminhandel zugelassen sind, in den weitaus meisten Fällen erst sehr lange nach ihrer Einführung das Recht, zum Terminhandel zugelassen zu werden, erhalten haben, daß also das Mittel der Geldbeschaffung nur in wenigen Fällen das Motiv zur Einführung des Terminhandels hat sein können.

Sachv. **Wiener:** Darum handelt es sich auch nicht gerade blos, daß der Terminhandel der Emittirung eines Papiers Vorschub leisten soll. Nehmen wir an, ein Bergwerk sei eine Aktiengesellschaft. Da ist es wohl denkbar, daß in den Händen einer Reihe von Großkapitalisten oder Großinteressenten, nachdem das Papier längst aufgelegt war, sich ein entsprechend großer Betrag von Aktien dieser Gesellschaft befindet, den zu mobilisiren den betreffenden Interessenten wünschenswerth sein kann, ohne daß diejenigen, an die das Papier abgegeben werden soll, damit benachtheiligt werden. Da wird für die Abstoßung größerer Posten von Effekten, nicht blos für die Emittirung, sondern für größere Transaktionen in Börsenpapieren überhaupt, das Bestehen des Terminhandels wohl einen berechtigten wirthschaftlichen Zweck erfüllen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Man würde vielleicht einwenden können, daß die preußischen Konsols und die Reichsanleihen erst seit ganz kurzer Zeit zum Terminhandel zugelassen sind, und daß in früheren Jahren das Bedürfniß dafür sich nicht geltend gemacht hat. Ich möchte nur auf einen Punkt aufmerksam machen. Es ist von verschiedenen Sachverständigen erklärt worden, daß, wenn der Terminhandel für industrielle Papiere und für Bankpapiere aufgehoben würde, ein nicht unerheblicher Kursrückgang in diesen Papieren eintreten würde. Diese Sachverständigen sind also der Ansicht, daß durch den Terminhandel, dadurch, daß das Papier ein Spekulationspapier geworden ist, der Kurs nicht unerheblich gesteigert wird. Ist das die Auffassung des Herrn Sachverständigen?

Sachv. **Wiener:** Die Ansicht jener Sachverständigen halte ich in solcher Allgemeinheit für irrthümlich, weil innerhalb des Terminhandels gar nicht selten Unterwerthungen des Papiers eintreten und der Terminhandel seine nachtheilige Wirkung auch darin äußern kann, daß zu gewissen Zeiten ein Uebereifer im Verkaufen stattfindet, wie ein ander Mal ein Uebereifer im Kaufen. Der Nachtheil ist in dem einen Falle nicht geringer als in dem anderen. Es läßt sich annehmen, daß vorherrschend für ein Papier ein etwas höherer Kurs eintritt, wenn seine Umsatzfähigkeit durch den Terminhandel erhöht wird.

Vorsitzender: Als Regel nehmen Sie also doch an, daß eine Steigerung eintreten wird.

Sachv. **Wiener:** Ja, ich meine aber nicht, daß eine Kursveränderung vorliegt, die als ein Schwindel anzusehen ist, dem zu Leibe zu gehen wäre. Es ist eine naturgemäße Wertherhöhung, daß z. B. eine Rente, wenn sie auch per ultimo gehandelt werden kann und dadurch leichter umsetzbar ist, einen um 1 bis 2 Prozent höheren Kurs hat.

Graf **Arnim:** Der Herr Sachverständige hat zugegeben, daß ein Uebereifer in der Nachfrage stattfinden könnte bei einem per ultimo gehandelten Papier. Ich möchte fragen, ob nicht dieser Umstand die bedenkliche Folge hat, daß das Interesse an Bergwerksaktien mehr als nach dem inneren Werthe des Papieres bedingt erscheint, gesteigert wird und sich vielleicht Lohnerhöhungsansprüche u. s. w. geltend machen. Ich möchte fragen, ob er nicht für rathsam erachtet, wenigstens Bergwerkspapiere von dem Ultimohandel auszuschließen.

Sachv. **Wiener:** Herr Graf Arnim nimmt es mir nicht übel, wenn ich bemerke, daß das eine Frage ist, die über den Inhalt des Fragebogens hinausreicht, obgleich man ja allerdings unter den „Nachtheilen“, von denen der Fragebogen spricht, alles Mögliche verstehen kann. Daß der von dem Grafen Arnim erwähnte Fall eingetreten sein kann, gebe ich zu, aber ich wüßte nicht, wieso die Bergwerksaktien aus diesem Grunde eine Sonderstellung einnehmen sollten; denn den Wunsch nach Erhöhung der Gehälter würde ich z. B. auch für sehr gerechtfertigt gehalten haben von Seiten der Bankbeamten, als die Banken so hohe Dividenden zahlten, und von Seiten der Textilarbeiter bei den Textilfabriken. Solche Wirkungen könnten aber auch die Kurserhöhungen im Kassageschäft haben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Gestern wurde von einem Sachverständigen hingewiesen auf den Zusammenhang der Spekulation in industriellen Werthen und den Manipulationen, welche die einzelnen industriellen Werke bei der Veräußerung ihrer Erzeugnisse vornehmen müßten. Es ist als Beispiel mitgetheilt worden, daß der Direktor eines Walzwerkes unter Umständen lediglich des-

halb bei einer Submission die Schienen 5 Mark billiger verkaufen würde und könnte, weil er gleichzeitig Spekulationen à la baisse in diesem Papier gemacht hat, von der Erwägung ausgehend, daß, wenn dieser ungünstige Verkauf bekannt würde, dies auf den Kurs der Aktien einen ungünstigen Einfluß üben würde und daß er dann mehr an dem Kurse verdient, als er bei den Schienen zusetzen würde. Da diese Mittheilungen gerade von einem Vertreter der Presse gemacht worden sind, so möchte ich fragen, ob Sie ähnliche Erfahrungen in Ihrer Stellung auch zu verzeichnen haben.

Sachv. **Wiener:** Nach meinen Eindrücken ist ein solcher Zusammenhang zwischen Industrie und Börse leider vorhanden. Er mag zu einem gewissen Theile unvermeidlich sein; jedenfalls äußerte er sich in manchen Fällen in sehr beklagenswerther Weise; aber ich wüßte nicht, warum ein solcher infame Kerl von Bergwerksdirektor oder Walzwerkdirektor eben dieselben Schändlichkeiten nicht ausgeführt haben würde, um auf den Kurs von Kassapapieren zu wirken.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das, glaube ich, ist wohl leichter bei Terminverkäufen. Wenn er effektive Waare verkauft hätte, so würde sein Interesse an einer Herabsetzung des Preises der Schienen wegfallen. Es kann diese Manipulation nur gemacht werden bei Zeitgeschäften.

Sachv. **Wiener:** Dieser Meinung bin ich nicht. Ein solcher Walzwerkdirektor könnte durch allerlei Nachrichten die Kurse von Montanwerthen auf dem Kassamarkte heruntergehen lassen und damit sein Geschäft machen. Mit dem Wesen des Terminhandels scheint mir dies nichts zu thun zu haben. Ja, ich möchte meinen, daß, wenn ein solcher Direktor sich ja etwas mit Ultimopapieren zu Schulden kommen lassen sollte, eine Reihe von Leuten, denen die Preisnormirung seitens des Walzwerkdirektors im Widerspruch zu stehen schiene mit der Konjunktur, sich sagen würden: der jetzt erfolgte Kursdruck läßt es geeignet erscheinen, daß wir uns Eisenaktien kaufen, denn es liegt keine Thatsache vor, auf welche hin mit Grund die Eisenaktien heruntergehen. Der Terminhandel würde aber in diesem Falle den Kauf erleichtern.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie sagten, Sie müßten leider zugeben, daß eine nachtheilige Verbindung zwischen Börse und Industrie bestände. Wollen Sie diese Aeußerung noch weiter erläutern.

Sachv. **Wiener:** Das ist, glaube ich, ein sehr umfangreiches Kapitel, weil diese Beziehungen in den verschiedenartigsten Richtungen ihren Ausdruck finden können, in legitimer und in illegitimer Weise.

Vorsitzender: Sie denken wohl an Fälle wie Friedländer und Sommerfeld; die gleichzeitig Bankiers für 16 Industriegesellschaften waren. Das gesammte Kapital der Gesellschaften lagerte bei ihnen.

Geheimer Ober-Regierungrath **Gamp:** Es wäre von Interesse, Näheres über diesen Punkt zu hören.

Sachv. **Wiener:** Der nachtheilige Zusammenhang zwischen Industrie und Börse betrifft eine Frage, welche ich nach dem Fragebogen nicht zu erwarten hatte.

Vorsitzender: Es war eine Bemerkung Ihrerseits, welche diese Frage angeregt hat.

Sachv. **Wiener:** Herr Geheimrath Gamp hat einen Fall konstruirt, und erst auf diesen hin sah ich mich zu der Bemerkung veranlaßt, daß solche Verbindungen existiren, einmal durch eine wohl in den Verhältnissen gelegene,

aber in manchen Fällen recht nachtheilige Personalunion, die zwischen Bank- und Börsenleuten und Vertretern von industriellen Unternehmungen stattfindet, eine Personalunion, gegen die sich aber kaum wird wirksam ankämpfen lassen. Es wird als natürlich anzusehen sein, daß ein Bankier, welcher entweder selbst als Besitzer oder als Vertreter des Besitzes seiner Kunden einen größeren Aktienposten vertritt, bei Wahlen für den Aufsichtsrath der betreffenden Gesellschaft in Frage kommen wird. Ist er an der Verwaltung eines solchen Unternehmens betheiligt, so — ich möchte zunächst doch fragen, ob Ausführungen nach dieser Richtung erwünscht sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Uns ist die Aufgabe gestellt, wie dem Sachverständigen bekannt ist, Vorschläge zur Reform des Börsenverkehrs zu machen und die etwa vorhandenen Mißstände klarzulegen. Wenn also in Bezug auf den Börsenverkehr nach dieser Richtung sich Mißstände ergeben haben, so würde der Herr Sachverständige wohl berechtigt sein, uns darüber zu informiren. Es ist in den Fragebogen eine Spezialfrage darüber allerdings nicht aufgenommen, aber der Herr Präsident hat in der Regel die Herren Sachverständigen gefragt, ob sie sonstige Mißstände wahrgenommen, und Vorschläge zu machen hätten. Ich würde anheimgeben, wenn Sie heute nicht informirt sind, ob Sie vielleicht später die Güte haben, uns Auskunft zu geben.

Sachv. **Wiener:** Meine Antwort wird von den einzelnen Fragen abhängen. Es wird sich im Allgemeinen um Nachtheile handeln, gegen die sich nicht ankämpfen läßt. Der Bankier ist, als Mitglied der Verwaltung einer Aktiengesellschaft im Stande, allerhand Informationen zu erhalten; wenn der Betreffende dazu geneigt ist, das Publikum irre zu führen mit Informationen über das betreffende Unternehmen, so wird er allerdings seine Kenntniß zu allen möglichen Benachtheiligungen des Publikums ausnutzen können.

Vorsitzender: Die Verbindung mit einem Bankier ist oft für ein Unternehmen von großem Werth; man kann derartige Beziehungen nicht mit einem einzigen allgemeinen Satze abthun.

Sachv. **Wiener:** Gewiß nicht und ich würde weitere Auskunft eben nur geben können, wenn mir bestimmte Fragen gestellt würden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Der gestrige Sachverständige äußerte, daß der Terminhandel für Industriepapiere wegfallen solle, weil die Industriepapiere in der Regel einen zu großen Einfluß auf die Preisbemessung der Erzeugnisse der betreffenden Industrie selbst und zwar gerade mittels des Terminhandels übten. Sind Sie derselben Meinung?

Sachv. **Wiener:** Ich kann dem Gedankengange überhaupt nicht folgen, inwiefern der Terminhandel das gerade macht. Ich halte es für möglich, daß eine Rückwirkung zwischen den Kursen von Industriepapieren und den Preisen von Industrieerzeugnissen im einzelnen stattfindet, ich halte es auch für möglich, daß vielleicht Bankiers ihre Macht dazu benutzen werden, für hohe Walzeisenpreise so lange zu sorgen, bis sie gewisse Emissionen auf diesem Gebiete bewirkt haben. Aber schon dieser Fall wieder beweist, daß der Terminhandel gar nichts damit zu thun hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Außerdem wurde bemerkt, daß der Terminhandel die meisten Gerüchte erzeuge, so daß die Besitzer von standard-Papieren nicht zur Ruhe kommen.

Sachv. **Wiener:** Auch in dieser Beziehung wird die Bedeutung des Terminhandels bei weitem überschätzt, denn wenn ich an die vielen Börsengerüchte denke, von denen ein großer Theil unbegründeter Natur ist, wenn ich an die hundertfältigen Gerüchte denke, die im Laufe einer Börse entstehen, naturgemäß und auch auf künstliche Weise entstehen, so sage ich mir, daß ein ganz geringer Prozentsatz dieser Gerüchte wahrscheinlich Ultimopapiere betreffen wird.

Vorsitzender: Können wir vielleicht zum folgenden Punkt übergehen, ob bestimmte Merkmale zwischen dem reellen Börsenverkehr und dem bloßen Differenzgeschäft bestehen?

Sachv. Dr. **Müller:** Bei der Entstehung eines Geschäfts ist ein Merkmal nicht anzugeben, denn die Schlußscheine lauten ja übereinstimmend auf Lieferungsgeschäfte. Will man dem Differenzspiel beikommen, es abstellen, es verhindern, so läßt sich das nur bei der Erfüllung des Geschäfts ausführen, so daß bei den Liquidationskassen eine Aufsicht geübt würde, ob das formal als Lieferungsgeschäft abgeschlossene Geschäft auch wirklich ein Lieferungsgeschäft war oder ob es durch Differenzzahlung erledigt wird.

Vorsitzender: Wie wollen Sie das machen? Die Aufgabe der Liquidationskasse besteht ja gerade in der Kompensation einer Reihe von Geschäften. Die Mehrzahl aller Geschäfte wird schließlich nicht reell erfüllt.

Sachv. Dr. **Müller:** Es ist hier in Frage 9 vorgesehen: „Etwa durch Einrichtung von unter staatlicher Kontrole stehenden Abrechnungsstellen." Ich würde bei einem Geschäft, bei welchem nicht die Lieferung geschieht, sondern durch Differenzzahlung die Ausgleichung stattfindet, im Anschluß an verschiedene Publizisten, die diesen Vorschlag in der Oeffentlichkeit gemacht haben, vorschlagen, diese Differenzgeschäfte mit einer höheren Steuer zu belegen, d. h. den Ultimohandel überhaupt mit einer sehr hohen Steuer zu belegen und bei wirklicher Lieferung diese Steuer zurückzuzahlen.

Vorsitzender: Das wäre die Anregung f, ob die sogenannte Börsensteuer für solche Geschäfte erhöht werden soll. Also allgemein, auch für reell erfüllte Geschäfte wollen Sie eine höhere Steuer?

Sachv. Dr. **Müller:** Bei reell erfüllten Geschäften will ich die voraus entrichtete Steuer zurückgezahlt sehen. Da nach dem übereinstimmenden Urtheil der Börsenkundigen nur ein verschwindend kleiner Theil aller Terminabschlüsse durch effektive Lieferung erfüllt wird, so empfiehlt es sich, bei der Besteuerung die Lieferungsgeschäfte als Ausnahmen zu behandeln.

Vorsitzender: Der erste Vorschlag geht dahin, Differenzgeschäfte für nichtig oder unklagbar zu erklären.

Sachv. Dr. **Müller:** Soweit sie es bis jetzt nicht sind, sehe ich keinen Grund, diese Bestimmung zu verschärfen; ich halte die Gerichtspraxis für ausreichend.

Vorsitzender: Die jetzige Gerichtspraxis untersucht, ob nach ausdrücklicher oder stillschweigender Vereinbarung nur die Differenz zu zahlen ist, und das halten Sie als Repression ausreichend, auch hinsichtlich der Privatpersonen?

Sachv. Dr. **Müller:** Hinsichtlich der Geschäfte mit Privatpersonen scheint mir, wenn überhaupt etwas geschehen soll, der Vorschlag ganz angemessen, daß Ultimogeschäfte mit Privatpersonen, d. h. mit solchen Personen, welche nicht in das Firmenregister eingetragen sind, zu

verbieten sind. Wer Ultimogeschäfte an der Börse machen will, soll seinen Namen oder seine Firma dem Registerrichter einreichen und eintragen lassen.

Vorsitzender: Wollen Sie ein besonderes Register dafür einführen?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja, für solche Firmeninhaber, die kein anderes Geschäft treiben als Ultimogeschäfte. Der Inhalt würde durch den Reichsanzeiger zu veröffentlichen sein.

Vorsitzender: Das würde eine recht lange Liste werden.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich glaube aber, daß diese Maßregel sehr guten Erfolg haben würde. Andere Leute haben kein Interesse an Ultimogeschäften.

Vorsitzender: Sie wollen also: Müller, Bäcker, Gutsbesitzer, die in die Lage kommen, Ultimogeschäfte zu machen, sollen sich eintragen lassen? Diese sind meist nicht in das Handelsregister eingetragen, aber Sie wollen ein besonderes Ultimohandelsregister.

Sachv. Dr. **Müller:** Bei diesen liegt es der Oeffentlichkeit klar vor: sie haben ein berufliches Interesse am Ultimohandel. Der Gutsbesitzer will Getreide, Spiritus, Oel auf Termin verkaufen, der Müller will Weizen kaufen, Mehl verkaufen, der Großbäcker will seinen Bedarf decken; daran wird das Publikum durchaus keinen Anstoß nehmen.

Vorsitzender: Sie meinen, daß die Eintragung in das Register bei einer Börse für ganz Deutschland ausreichen würde, oder würde der Betreffende, wenn er bei anderen Börsen Geschäfte macht, sich auch dort eintragen lassen müssen?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich möchte fragen, ob der Sachverständige nicht glaubt, daß dann diejenigen Leute, die jetzt Ultimogeschäfte betreiben, spekulative Kassengeschäfte machen würden?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich halte Kassageschäfte volkswirthschaftlich nicht für so gefährlich.

Professor Dr. **Schmoller:** Dann möchte ich weiter fragen, ob denn die Nichteintragung unter Strafe gestellt werden soll, denn wenn sie nicht unter Strafe gestellt wird, so wird die Bestimmung in jedem Augenblick von dem Bankier und dem Kommissionär übertreten werden, indem er Aufträge ohne Nennung des Namens ausführt. Es müßte dann eine Untersuchung stattfinden, ob der Bankier die Bestimmung beobachtet.

Sachv. Dr. **Müller:** Den Kommissionär würde ich mit Strafe bedrohen, wenn er Ultimogeschäfte mit einem Privatmanne macht oder mit einem Handelsangestellten.

Vorsitzender: Mit den Handelsangestellten ist es etwas anders.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Wenn der andere kein Kommissionär ist, soll da auch Bestrafung eintreten. Der eine ist eingetragen, der andere nicht, ist da Ihre Meinung, daß der Eingetragene bestraft werden soll, weil er mit einem Nichteingetragenen gehandelt hat?

Sachv. Dr. **Müller:** Ja. Ich meine nicht mit Ehrenstrafen, sondern mit Börsendisziplinarstrafen eventuell mit Geldstrafe.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Mann kann gar nicht unter der Jurisdiktion der Börse stehen.

Sachv. Dr. **Müller:** So viel ich weiß, ist der Vorschlag nicht neu, wenn ich nicht irre, hat ihn Assessor Eschenbach gemacht;

(Vorsitzender: Aber wohl in anderem Sinne?)

er ist meines Wissens schon im gleichen Sinne gemacht worden.

Vorsitzender: Bisher ist der Vorschlag nicht gemacht, diese Geschäfte sogar unter Strafe zu stellen. Das würde auch eine behördliche Untersuchung des gesammten Geschäftsbetriebes der Bankiers bedingen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich bin durchaus nicht der Meinung, ein Bankier müsse stets unter polizeilicher Kontrole stehen, sondern ich denke, es sind ehrenhafte Männer, wie andere auch und sie werden sich hüten, etwas zu thun, was das Gesetz verbietet.

Professor Dr. **Schmoller:** Die meisten dieser kleinen Winkelbankiers, die die Privaten verführen, haben das allergrößte Interesse, das Privatpublikum, die Gimpel auf den Leim zu locken, und sie haben das allergrößte Interesse daran, wenn sie solche Geschäfte machen, sie geheim zu halten. So leicht wäre eine Klarstellung dieser Verhältnisse nicht.

Sachv. Dr. **Müller:** Der Auftraggeber, der Kommittent des Mannes wird im gegebenen Falle schon Anzeige erstatten.

Professor Dr. **Schmoller:** Wenn er Verluste hat, wenn er einen Gewinn hat, nicht.

Sachv. Dr. **Müller:** Verluste hat er immer, einen Gewinn hat er per saldo nicht.

Vorsitzender: Haben Sie noch Vorschläge zu machen, etwa in Bezug auf die Prämiengeschäfte?

Sachv. Dr. **Müller:** Prämiengeschäfte möchte ich unter allen Bedingungen verbieten. Ich kann das Prämiengeschäft nicht unter dem Gesichtspunkt eines reellen, auf beiden Seiten reellen Handels betrachten.

Vorsitzender: Das ist bisher von den meisten Sachverständigen bestritten worden; sie haben einzelne Fälle vorgeführt, in denen ein Bedürfniß besteht, eigentlich dasselbe Bedürfniß, das zu dem Ultimogeschäft überhaupt geführt hat. Man hat ausgeführt, daß das Prämiengeschäft das Risiko etwas vermindere.

Sachv. Dr. **Müller:** Der eine Kontrahent mag einen reellen Zweck haben, der Gegenkontrahent ist nach aller Wahrscheinlichkeit nur ein Wetter.

Vorsitzender: Sie glauben, daß es immer ein Börsenspiel ist und wollen es verbieten.

Sachv. Dr. **Müller:** Von einer Seite ist es immer Spiel.

Vorsitzender: Auch unter Strafe stellen?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich will es wenigstens an der Börse nicht dulden.

Vorsitzender: Also disziplinarisch wollen Sie dagegen wirken. Dann hatten Sie die Frage mit den Handelsangestellten berührt. Wollen Sie bestimmen, daß diese der Erlaubniß bedürfen? Es könnte vorkommen, daß ein Prokurist mit Zustimmung des Chefs sein Vermögen in der Weise anlegt, daß er Ultimogeschäfte macht. Oder wollen Sie das ganz verbieten?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, nur soll er es zu erkennen geben durch Eintragung seines Namens in das Firmenregister.

Vorsitzender: Herr Wiener, wollen Sie sich aussprechen über Punkt 7.

Sachv. **Wiener:** Daß es Merkmale giebt, wonach sich der reelle Terminhandel von dem bloßen Differenzgeschäft unterscheidet, und zwar Merkmale, welche die Gesetzgebung zum Ausgangspunkte eines Eingreifens machen könnte, möchte ich bestreiten. Weil ich keinen Unterschied zwischen dem reellen Terminhandel und dem bloßen Differenzgeschäft vorhanden sehe, und auch die besonderen Formen des Terminhandels, das Prämiengeschäft, die Vor- und Rückprämien, das Stellagegeschäft u. s. w. auf der einen Seite berechtigten Geschäftsinteressen dienen sehe und nur zum Theil auch unberechtigten, muß ich auch die Frage 7a verneinen, ob Differenzgeschäfte für nichtig oder unklagbar erklärt werden sollen. Die Frage 7b läßt sich nicht rundweg beantworten; denn es werden Privatpersonen in gewissen Fällen berechtigte Geschäfte machen. Ich halte dieses selbst bei den Handelsangestellten — die ja auch schließlich Menschen sind — für möglich und halte es darum nicht für statthaft, diesen Kreisen ohne weiteres den Terminhandel zu verschließen. Daß alle diese Leute, die Privatpersonen im Allgemeinen und die Handelsangestellten im Besonderen, in zahlreichen Fällen Termingeschäfte machen, die vielmehr unterbleiben sollten, ist unzweifelhaft. Ich glaube aber nicht, daß sich dagegen ankämpfen läßt, wenigstens nicht durch die Gesetzgebung. Ich halte es für möglich, daß wenigstens insoweit, als es sich um die Spekulation von Handelsangestellten handelt — und da scheint es mir gleich, ob ein Handelsangestellter 50 Stück Kreditaktien auf Ultimo kauft, oder irgend ein Kassageschäft ausführt — ein Eingreifen der Börsenbehörde eintreten könnte. Das Börsenkommissariat oder das Aeltestenkollegium der Berliner Börse hat einen schwachen Versuch auf diesem Gebiete gemacht, ihn aber wieder fallen lassen, vermuthlich weil ernste Schwierigkeiten die weitere Verfolgung dieser Idee hinderten. Es war, glaube ich, die Bestimmung getroffen, daß die Namen von Firmen, die mit Handelsangestellten Geschäfte treiben, öffentlich an der Börse publizirt werden, eine Publikation, die nicht gerade dazu beitragen konnte, das Ansehen der betreffenden Firmen zu erhöhen, vielleicht auch den materiellen Nachtheil für sie haben konnte, daß die Publikation ihren Kredit beschränkte; denn von Leuten, die mit allerhand Handelsangestellten Geschäfte betreiben, ist anzunehmen, daß sie unvorsichtig in Bezug auf das Risiko, das sie eingehen, verfahren. Ich habe den Eindruck, daß dieses Verfahren keine weiteren Folgen gehabt hat, und ich glaube, daß diese Publikation nicht mehr stattfindet. Ob nicht vielleicht eine Börsenbehörde, die in sich energischer den Beruf verspürt, die Spekulation an der Börse, soweit es möglich ist, einzuschränken, auf diesem Gebiete etwas wesentlicheres leisten könnte, als die gegenwärtige Börsenbehörde, die der Natur nach ein Interesse daran hat, daß der Verkehr einen möglichst großen Umfang hat, das lasse ich dahin gestellt. Zu den Gesichtspunkten, die mich veranlaßt haben, an die Einsetzung einer solchen organisirten, erweiterten Börsenbehörde zu denken, wie ich sie bereits wiederholt befürwortet habe, gehört unter anderem auch dieser Punkt 7b. Ich glaube, daß eine solche Behörde auch in dieser Beziehung manches leisten würde.

Vorsitzender: Was sollte sie thun? Sie müßte wohl solche Fälle untersuchen und eventuell den Ausschluß aus der Börse verfügen.

Sachv. **Wiener:** Es wären ihr doch gewisse Disziplinarmittel gegeben. Schon die Publikation, glaube ich, hätte ihre Wirkung. Es liegen ja wahrscheinlich Schwierigkeiten vor, wenn die gegenwärtige Börsenbehörde

die Publikation wieder eingestellt hat. Ich glaube aber nicht, daß es Schwierigkeiten sind, die sich nicht beseitigen ließen.

Vorsitzender: Sie meinen, daß die Genehmigung des Chefs nachgewiesen werden müsse.

Sachv. **Wiener:** Darüber würde im Einzelfalle zu befinden sein. Der Staat kann nicht sagen: ein Handelsangestellter hat kein Recht, ein bestimmtes Geschäft zu machen, namentlich da ja der Kreis der Angestellten so außerordentlich verschiedene Elemente umfaßt. Es giebt Handelsangestellte, die ohne Weiteres die Berechtigung und Veranlassung haben mögen, ein Termingeschäft zu machen. Die Unterscheidung zwischen Termin- und Kassageschäft kann auch für diese Fälle nicht aufrecht erhalten werden.

Vorsitzender: Sie wollen die disziplinarische Verfolgung mehr auf die Spekulation von Handelsangestellten, als auf ihren Terminhandel richten.

Sachv. **Wiener:** Ich glaube, daß jene Börsenbehörde vortheilhaft auch in dieser Richtung wirken könnte. Ein Handelsangestellter ist unter Umständen ein Geschäftsbeamter, der hoch salärirt ist, der Veranlassung hat, Anlagen in Effekten zu machen und unter gewissen Voraussetzungen in Verbindung damit vielleicht eine Spekulation zu machen, die bei ihm mindestens ebenso berechtigt ist, wie bei jedem andern. Die Frage beantwortet sich eben anders, wenn man den Terminhandel für eine große Kalamität ansieht, die soviel als möglich beseitigt werden muß. Wenn man nichts Schlechtes in ihm sieht, weiß ich nicht, warum man Handelsangestellte so ohne Weiteres durch gesetzliche Bestimmungen davon ausschließen soll.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Da sich herausgestellt hat, daß das Kassageschäft ebenso eine Spekulation sein kann, wie das Termingeschäft, so würde der Herr Sachverständige vielleicht nichts dagegen haben, daß die Angestellten überhaupt nur mit Genehmigung des Chefs Geschäfte machen dürfen.

Sachv. **Wiener:** Ob das Gesetz eine solche Bestimmung treffen kann, darüber bin ich durchaus im Unklaren. Ich weiß nicht, ob ein Gesetz denkbar wäre, das sagt: ein Handelsangestellter darf ein Geschäft nur machen, wenn sein Chef es ihm gestattet.

Vorsitzender: Wir haben eine ähnliche Bestimmung im Handelsgesetzbuche: ein Handelsangestellter darf weder für eigene Rechnung noch für die eines Dritten Handelsgeschäfte ohne Genehmigung des Chefs machen, widrigenfalls dieser Schadensersatz fordern und in das Geschäft eintreten darf.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Demjenigen, welcher mit einem Angestellten ein Geschäft macht, muß nachgewiesen werden, daß der Angestellte die Genehmigung des Prinzipals hat.

Sachv. **Wiener:** Wenigstens kann ich mir vorstellen, daß eine Börsenbehörde auf Grund einer solchen Bestimmung vorgehen könnte. Ob der Staat dazu in der Lage ist, ist mir nicht klar.

Vorsitzender: Im Handelsgesetzbuch ist es der Gesichtspunkt der unberechtigten Konkurrenz, der in Frage kommt, der Handelsangestellte soll nicht dem Chef Konkurrenz machen. Hier handelt es sich um den andern Gesichtspunkt, daß er nicht verleitet wird zum Spiel, vielleicht zur Unterschlagung. Sie wollen dies nur in der Weise verfolgen, daß das Geschäfte machen durch die Börsenbehörde verboten wird?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Würde es nicht des Herrn Sachverständigen Meinung sein, daß, wenn etwas in dieser Richtung geschieht, man es ebenso ausdehnt auf die Geschäfte mit öffentlichen Beamten, die Kassen unter sich haben, oder sonst in einer Weise zu Malversationen verleitet werden könnten?

Sachv. **Wiener:** Wäre das möglich, so wäre es recht vortheilhaft, aber ich glaube, es ist nicht möglich; ich kann mir eine solche Gesetzesbestimmung nicht vorstellen. Mittelst der Börsenordnung würde eine gewissenhafte, die allgemeinen Interessen in Betracht ziehende Behörde im Stande sein, nicht viel, aber einiges auf diesem Gebiete zu leisten.

Vorsitzender: Es ist im Laufe der Verhandlungen als Beispiel angeführt worden, daß ein hiesiges Geschäft fortwährend einen Kassenbeamten zu verleiten gesucht habe, Geschäfte zu machen.

Sachv. **Wiener:** Schlimm ist das, aber ich halte es durchaus nicht für ausgemacht, daß dieser Kassenbeamte gerade in Ultimopapieren spekulirt hat.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Er ist selbst die Veranlassung gewesen, daß man ihm das schickte. Er sagte, er hätte ein Buch annoncirt gesehen, darauf hätte er es kommen lassen, und nun hätte er von einem Hause fortwährend Berichte bekommen. Er supplirt nun, daß dieses Haus eigentlich auch der Herausgeber dieses Werkes ist. Das ist aber nicht festgestellt.

Vorsitzender: Es ist das Buch „die Börse und ihre Kniffe."

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Zusammenhang ist in den Aktenstücken nicht festgestellt, sondern das ist eine Annahme des Mannes.

Vorsitzender: Es ist unmittelbar darauf die Einsendung der Briefe erfolgt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Er schließt es daraus, es ist nicht unwahrscheinlich, aber bewiesen ist es nicht.

Vorsitzender: Er sagt, es seien fortwährend ähnliche Briefe geschrieben worden. Diese ganze Broschüre ist nicht darauf berechnet, vor dem Börsenspiel zu warnen; im Gegentheil, sie enthält eine Anleitung zum Börsenspiel: es werden mehr die Vortheile, als die Nachtheile geschildert. — Wegen des Prämiengeschäftes haben Sie sich schon ausgesprochen. Wollen Sie sich über e äußern.

Sachv. **Wiener:** Dem Punkte e würde ich, wenn das Gesetz die entsprechende Fassung zu finden weiß, zustimmen; ich glaube nur, man soll sich nicht viel davon versprechen. Die in e bezeichneten Fälle werden nur ganz exceptionell sein.

Vorsitzender: Es kann auch gemißbraucht werden. — Punkt f betrifft Erhöhung der Börsensteuer.

Sachv. **Wiener:** Eine Erhöhung der Börsensteuer kann ich nicht lediglich unter dem Gesichtspunkte der Einschränkung des Terminhandels betrachten; ob eine Steuer erhöht werden soll oder nicht, hängt nach meiner Ansicht von anderen Gesichtspunkten ab, als von dem spezifischen Zweck, der ihr hier zugewiesen werden soll. Ich glaube, daß die Börsensteuer, wie sie jetzt besteht, keinerlei Werth für die Beschränkung des Börsengeschäfts gehabt hat. Das könnte man schon aus der Thatsache folgern, die wir vor uns gesehen haben: die jüngste Börsenära hat gewiß in ihrer Spielwuth nicht nachgestanden den anderen Perioden ähnlicher Art. Wenn man von dem Gesichtspunkte ausgeht, daß es durchaus berechtigte Termingeschäfte giebt

neben den nicht berechtigten, so ist es zweifellos, daß die Erhöhung der Börsensteuer die legitimen Geschäfte ebenso treffen würde, wie die illegitimen oder vielmehr gerade den illegitimen nichts wesentliches anhaben würde, weil diese meist auf solchen Gebieten sich abspielen, welche starke Kursschwankungen in Aussicht stellen, während die Börsensteuer im Interesse der legitimen Geschäfte nur auf eine Höhe würde gebracht werden können, welche diese Spekulationen nicht unmöglich machte. Ich bin auch der Meinung, daß, wenn man die Entwicklung betrachtet, welche die Berliner Börse seit dem Bestehen der Börsensteuer genommen hat, eher eine Verschlechterung der Art des Geschäftes zu konstatiren sein dürfte. Während früher mehr oder minder zahlreiche Spekulanten existirten, die sich darum bemühten — ob das eine Mühe ist, für welche das Vaterland großen Dank schuldet ist eine andere Sache — kleine Kursschwankungen auf dem Gebiete der Rentenpapiere auszunutzen, hat jetzt das Geschäft in diesen Papieren eine wesentliche Einschränkung erfahren und hat sich die Spekulation weit mehr auf die Papiere mit großen Kursschwankungen gelegt, auf die Industriepapiere, Bankaktien u. s. w. Eine Erhöhung der Börsensteuer würde ich nicht empfehlen können.

Vorsitzender: Wir können zu Punkt 8 übergehen. Es sind einige Fragen darin enthalten, welche den Waarenhandel betreffen. Wir wollen nur diejenigen in's Auge fassen, welche sich auf Fonds beziehen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte über das Börsenschiedsgericht mich äußern. Ich halte es nicht für angebracht und zweckmäßig, daß börsenfremde Personen ebenso wie die Börsenbesucher unter das Börsenschiedsgericht gestellt werden. Der Kommissionär hat verschiedene Mittel, um seine Kommittenten unter dieses Schiedsgericht zu stellen, sei es durch den Schlußschein, sei es durch die Geschäftsbedingungen. Der Kommittent wird aber immer einem Schiedsgericht unterworfen, das nach Gründen urtheilt, die in unserem bürgerlichen Recht nicht ihren Maßstab sehen. Ich möchte deshalb die Bestimmung in die Börsenordnung aufgenommen sehen, daß das Börsenschiedsgericht nur für Streitigkeiten zwischen Börsenbesuchern zuständig sei, daß dagegen alle Streitigkeiten, die mit börsenfremden Personen entstehen, an die ordentlichen Gerichte zu verweisen sind, einerlei ob der Kommissionär den ordentlichen Rechtsweg in dem Schlußschein, in seinen Geschäftsbedingungen ausgeschlossen hat oder nicht.

Vorsitzender: Würden Sie vorschlagen, eine solche Vereinbarung für nichtig zu erklären?

Sachv. Dr. **Müller:** Jawohl.

Vorsitzender: Hinsichtlich der Exekution haben Sie keine besondere Erklärung abzugeben?

Sachv. Dr. **Müller:** Nein.

Vorsitzender: Ich bitte, zu dem folgenden Punkt 9 überzugehen.

Sachv. Dr. **Müller:** Da handelt es sich um die Liquidationskassen, Abrechnungskassen. Ich habe vorhin schon geäußert, daß, wenn man dem Differenzspiel beikommen will — ich halte das für sehr nöthig — die Liquidationskassen, die Abrechnungskassen u. s. w. unter Kontrole gestellt werden müssen, sei es, daß sie von der Reichsbank ressortiren oder in andrer Weise staatlich beaufsichtigt werden, um das bloße Differenzgeschäft unmöglich zu machen, allerdings nur insoweit es nicht legitim ist. Es giebt einzelne Fälle, in denen eine force majeure den einen Kommittenten hindert, seine Lieferung auszu-

führen oder die Waare abzunehmen. Solche Fälle will auch ich von dem Verbot ausgenommen sehen.

Vorsitzender: Darin besteht gerade die Einrichtung der Liquidationskassen.

Sachv. Dr. **Müller:** Es müßte jedes Börsengeschäft durch staatlich kontrolirte Kassen gehen und dort vor einer Staatsbehörde erfüllt werden.

Vorsitzender: Das heißt, es sollen in natura die Papiere, die gehandelt werden, hingebracht und abgenommen werden.

Sachv. Dr. **Müller:** Wenigstens soll dort der Nachweis geführt werden, daß sie geliefert wurden.

Vorsitzender: Eine Lieferung geschieht aber in sehr wenigen Fällen; Sie halten es aber doch für möglich?

Sachv. Dr. **Müller:** Ich halte es für möglich, das Ultimogeschäft würde durch die Forderung jenes Nachweises sehr eingeschränkt werden.

Vorsitzender: Das würde beinahe ein Verbot des Ultimogeschäfts sein.

Sachv. Dr. **Müller:** Nein, des Differenzgeschäfts, der Begleichung durch Differenzzahlung.

Vorsitzender: Haben Sie von dem Reglement für die hiesigen Liquidationskassen Kenntniß genommen? Mit diesem scheint mir Ihr Vorschlag unverträglich. Eine gewisse Analogie bieten auch die Clearing-Häuser, die Abrechnungsstellen der Reichsbank. Wenn nun an der Abrechnungsstelle ausgeglichen wird? Sie verwerfen die ganze Einrichtung solcher Abrechnungsbüreaus?

Sachv. Dr. **Müller:** Es muß hier wenigstens eine Einrichtung getroffen werden, um die Lieferung zu überwachen, was ich technisch nicht für unmöglich halte.

Vorsitzender: Es ist mir nicht ganz klar, wie Sie sich das denken. Soll ein Staatskommissar kontroliren, ob immer eine reelle Erfüllung erfolgt? — Herr Wiener, wollen Sie sich über 8 und 14 äußern.

Sachv. **Wiener:** In Bezug auf 8 sind meines Erachtens Schäden, welche Veranlassung geben, eine Aenderung der bestehenden Bestimmungen eintreten zu lassen, nicht bekannt geworden. So weit darüber Klagen laut werden, scheinen sie mir herzurühren aus solchen Kreisen, die Spielgeschäfte betreiben und die, um sich ihren Verpflichtungen zu entziehen, dieses oder jenes an den bestehenden Bedingungen auszusetzen haben. Daß aus dem Bereiche derjenigen, die einem legitimen Geschäftsverkehr an der Börse nachgehen, sonderliche Klagen laut geworden sind, ist mir nicht bekannt. Ich möchte mir gestatten, in Bezug auf Punkt 8, was den Handel in Waaren angeht, dem prinzipiellen Gesichtspunkte Ausdruck zu geben, weil eine Reihe von Vorkommnissen in neuerer Zeit an der Berliner Börse eine derartige Erklärung herausfordert, daß als die selbstverständliche Voraussetzung für die Lieferbarkeit einer Waare ihre Verwendbarkeit für den Konsum angesehen werden muß. Ich überschreite vielleicht die Grenze, welche von dem Vorsitzenden gesteckt worden ist — denn es soll in diesem Augenblick von Waaren nicht gesprochen werden — aber es sind in neuerer Zeit wesentliche Mißstände bemerkbar geworden, die darin bestehen, daß an der Berliner Börse, vielleicht auch an anderen — aber hier ist es besonders zu Tage getreten — Waaren lieferbar sind, die der Konsum für unverwendbar erklärt, Getreidearten oder Getreidemischungen, welche der Konsum überhaupt nicht verwerthen kann. Die Zulassung solcher Lieferungen ist damit

gerechtfertigt worden, daß es doch von Vortheil wäre im Sinne einer Verbilligung der Waaren, wenn die Möglichkeit vorhanden ist, geringe Qualitäten zu liefern. Das ist ein Standpunkt, der sich nicht ganz wird abweisen lassen, aber ich meine, niemals dürfte die Geringfügigkeit einer Qualität so weit gehen, daß selbst eine Waare noch lieferbar ist, die überhaupt für den Konsum unverwendbar ist. Diese Bemerkung möchte ich zu 8 machen.

Vorsitzender: Wie wollen Sie entgegenwirken?

Sachv. **Wiener:** Ich zähle auch den Punkt 8 zu denjenigen Punkten, in Bezug auf welche die von mir befürwortete reorganisirte und reformirte Börsenbehörde den öffentlichen Interessen würde Rechnung zu tragen wissen. Daß eine Veranlassung vorliegt, ein gesetzgeberisches Einschreiten in dieser Beziehung zu fordern, glaube ich nicht. Die Mißstände an der Berliner Börse haben bereits dazu geführt, daß die Interessentenkreise in Erwägungen darüber eingetreten sind, wie den betreffenden Uebelständen abzuhelfen ist, und es ist die Hoffnung nicht ausgeschlossen, daß den Uebelständen abgeholfen werden wird. Jedenfalls würde das, glaube ich, geschehen, wenn eine Börsenbehörde darüber zu bestimmen hätte, in der nicht, so wie jetzt, lediglich spezifische Börseninteressenten vertreten sind, sondern auch Persönlichkeiten, die die allgemeinen Interessen des Konsums mehr berücksichtigen würden, als das seitens der spezifischen Börseninteressenten geschieht und von ihnen gefordert werden kann.

Vorsitzender: Haben Sie die Uebelstände bei den Schiedsgerichten wahrgenommen?

Sachv. **Wiener:** Das ist mir nicht bekannt, wenigstens sind mir keinerlei Beobachtungen entgegengetreten, die mir der Beachtung werth erschienen und auf Abänderung der bestehenden Bestimmung hindrängten.

Vorsitzender: Sind Sie der Meinung, daß etwas der Gerichtsbarkeit der Schiedsgerichte entzogen werden soll? Der Kommissionär hat ein illegitimes Interesse daran, das Geschäft zur schiedsgerichtlichen Entscheidung zu dringen.

Sachv. **Wiener:** Wer sich der Vorstellung hingiebt, jeden Mißbrauch beseitigen zu können, der giebt sich einer Illusion hin.

Vorsitzender: Nun kommen wir zu der Frage: Sind in den Einrichtungen zur Erleichterung des Abschlusses und der Abwicklung von Termingeschäften Mängel hervorgetreten?

Sachv. **Wiener:** Die Kassen, die hier erwähnt werden, sind, soviel ich beurtheilen kann, nicht etwa willkürlich geschaffene Gebilde, sondern sie haben sich naturgemäß entwickelt auf Grundlage der Verhältnisse und der ganzen Entwickelung, welche das Geschäftsleben, der Handel und insbesondere der Handel an der Börse angenommen haben. Da die Geschäfte an der Börse theils berechtigter, theils unberechtigter Art sind, so dienen auch diese Institute beiden Arten von Geschäften, werden zu beiden Arten benutzt; ich glaube aber nicht, daß diese Institute beseitigt werden dürfen, damit ihre Mitwirkung an der Ausführung illegitimer Geschäfte unmöglich gemacht werde. Ich glaube, daß die Beseitigung derartiger Institutionen dazu führen würde, Institutionen anderer Art ins Leben zu rufen, die in anderer Form die Bedürfnisse, wie sie einmal der Verkehr hervorgerufen hat, erfüllen würden. Ich darf mir vielleicht gestatten, gleich bei diesem Punkte 9 den Punkt 14 zu behandeln.

Vorsitzender: Ein Aufsichtsinstitut würden Sie auch nicht befürworten?

Sachv. **Wiener:** Nein, es scheint mir ungeeignet, den Staat mit einer Aufgabe zu belasten, der er durchaus nicht gewachsen ist und zu der er nicht berufen erscheint. Ich wollte den Punkt 9 mit Punkt 14 insofern verbinden, als die Maklerbanken gleichfalls eine solche, wenn auch anders geartete Institution sind. Auch die Maklerbanken sind aus der Entwicklung des Verkehrs entstanden und üben unter Umständen eine durchaus berechtigte wirthschaftliche Funktion aus. In anderen Fällen, wo derjenige, der sich der Maklerbank bedient, nicht ein wirthschaftlich berechtigtes Geschäft macht, indem er z. B. mit 100 000 Rubel à la baisse spielt, dient die Maklerbank mit ihrem Eingreifen einem illegitimen Geschäft. Aber da ich nicht annehme, daß die Gesetzgebung im Stande ist, das eine Geschäft von dem andern zu unterscheiden, so glaube ich auch nicht, daß sie in der Lage ist, in Institute einzugreifen, die dem einen wie dem andern dienen. Der nicht vereidete Makler, der in der Maklerbank vertreten ist, hat, wie hier noch bemerkt sein möge, wenig mit dem vereideten Makler zu thun. Die Maklerbank greift gewissermaßen als eigener Spekulant in den Verkehr ein.

Vorsitzender: Wir kommen nun auf Punkt 10. Das ist eine mehr untergeordnete Frage.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich habe über die Fragen 10, 11, 12 und 13 nichts zu sagen.

Sachv. **Wiener:** Die Punkte 10, 11, 12 und 13 lassen sich nicht gemeinsam beantworten. Ich glaube, daß Frage 12: „Empfiehlt es sich, für Getreide eine möglichst einheitliche Preisnotirung herbeizuführen?“ doch nur in beschränktem Sinne sich bejahen läßt. Gerade in Bezug auf Getreide sind die Bedürfnisse der verschiedenen Gegenden und der verschiedenen Verkehrscentren, die in diesen Gegenden das Geschäft beherrschen, so verschiedenartig, daß eine gemeinsame einheitliche Preisnotirung vermuthlich im Widerspruch mit den wirthschaftlichen Bedürfnissen stände. Andererseits wüßte ich auch nicht, inwiefern die einheitliche Notirung von Vortheil wäre. Im Ganzen glaube ich, daß die Punkte 10, 11, 12 Fragen sind, die sehr wohl einer Börsenbehörde zu überlassen wären, welche geeignet wäre, die allgemeinen Interessen besser wahrzunehmen, als dies bisher der Fall war.

Vorsitzender: Was haben Sie über das Verfahren bei Ermittelung der Kurse zu bemerken?

Sachv. **Wiener:** Hinsichtlich der Ermittelung der Kurse und der Frage, inwiefern eine gewisse Nivellirung in Bezug auf die Kurse und Preisnotirungen an den verschiedenen Börsen erwünscht wäre, meine ich, würde ebenso wie in Bezug auf Frage 12 eine Börsenbehörde, in welcher für die Interessen des Publikums wirksam gesorgt ist, das Richtige zu finden wissen, ohne daß der Staat angerufen wird.

Vorsitzender: Nun kommen wir zu dem Maklerwesen. Es ist oft gerügt worden, daß die Makler, die bei der Feststellung der Kurse mitwirken, zu sehr dabei interessirt sind. Es ist vorgeschlagen worden, daß die Makler in irgend einer Weise von eigenen Geschäften ferngehalten werden.

Sachv. **Wiener:** Ich glaube, daß das Institut der vereideten Makler, wie es besteht, sich im Widerspruch befindet mit den thatsächlichen Verhältnissen, die der Markt angenommen hat. Der Makler ist gegen den Eid, den er geleistet hat, und gegen die gesetzlichen Bestimmungen, die in Bezug auf ihn gelten, genöthigt, selbst in den Verkehr als Käufer oder Verkäufer einzugreifen oder er erfüllt doch einen vortheilhaften Zweck damit. Da dieser

Widerspruch vorhanden ist, sollte das Institut der vereideten Makler aus wirthschaftlichen und moralischen Gründen aufgehoben werden. Ich glaube freilich, daß, wenn damit die gesetzlichen Einschränkungen, die dem Makler auferlegt sind, in Wegfall kommen, sie um so mehr einer Kontrole von anderer Seite her bedürfen, das Maklerwesen überhaupt und die einzelnen Handlungen der Makler im besonderen, und zwar wäre die Kontrole und die Disziplinargewalt über die Makler der Börsenbehörde einzuräumen.

Vorsitzender: Die Vermittelung der Makler bei Feststellung der Kurse wollen Sie nicht entbehren? Würden Sie eine Auswahl bestimmter Makler vorschlagen?

Sachv. **Wiener:** Ich nehme an, daß, wenn eine Börsenbehörde existirte, die es sich angelegen sein läßt, allen berücksichtigenswerthen Interessen gerecht zu werden, dieser die Nominirung der Makler zu überlassen wäre. (Professor Dr. Schmoller: Das ist keine Freigebung.) Ich meine die Freigebung nicht im absoluten Sinne, ich meine nur, daß diejenigen gesetzlichen Beschränkungen, die gegenwärtig den Maklern im Zusammenhang mit ihrer Vereidigung auferlegt sind, in Wegfall kommen.

Vorsitzender: Sie sollen von außerhalb Aufträge entgegennehmen dürfen, sie sollen in Geschäfte eintreten dürfen. Dann würde der Unterschied zwischen Kommissionär und Makler verschwinden.

Sachv. **Wiener:** Ich wüßte nicht, welche Gründe dagegen vorliegen. Es kommt doch vor allem darauf an, daß die Thätigkeit der Makler, bei der es sich darum handelt, den Kurs festzustellen, ein möglichst zutreffendes Bild von dem Markte in Bezug auf Angebot und Nachfrage gewährt. Die von der Börsenbehörde nominirten Makler würden, den Kauf- und Verkaufsordres gemäß, die Kurse festzustellen haben wie heute. Gegenwärtig sind dem Makler Handlungen verboten, die er dennoch ausführt und zwar gegen das Gesetz und gegen den Eid.

Vorsitzender: Wenn Sie diese Beschränkungen alle beseitigen, so fällt das Interesse weg, verpflichtete Makler zu haben. Sie wollen sie also überhaupt nicht mehr vereidigen, aber Sie wollen sie nominiren. Soll die Börsenbehörde die Makler doch anstellen und sollen andere Nichtangestellte gar keine Vermittlungsgeschäfte treiben können?

Sachv. **Wiener:** Das ist auch heute schon der Fall, auch heute existirt ein ausgedehnter Verkehr von nicht vereideten Maklern.

Vorsitzender: Daneben aber wollen Sie eine Reihe von ernannten Maklern, welche eine Ausnahmestellung den Privatmaklern gegenüber haben? Welche Vorrechte, welche Pflichten sollen sie haben?

Sachv. **Wiener:** Diese Makler, die von der Börsenbehörde nominirt sind, würden diejenigen sein, bei denen sich Kauf und Verkauf verhältnißmäßig am leichtesten ausführen läßt, indem bei ihnen Angebot und Nachfrage einander am stärksten begegneten.

Vorsitzender: Warum?

Sachv. **Wiener:** Weil die Kurse, die von ihnen festgestellt sind, die Kurse des Kurszettels sind.

Vorsitzender: Nur diejenigen Kurse, die bei ihnen notirt sind, sollen die maßgebenden sein? Dann müßten die nominirten Makler mit irgend Jemand zusammentreten, um die Kurse festzustellen.

Sachv. **Wiener:** Ich würde eben nur diejenigen Bestimmungen beseitigen, die von ihnen doch nicht erfüllt werden, vielleicht sich nicht erfüllen lassen, gewiß nicht in jedem Falle erfüllen lassen.

Vorsitzender: Im übrigen würden Sie das Institut der amtlichen Makler neben den anderen beibehalten? Es würden amtliche Makler ohne Verpflichtung sein. Auf den Eid legen Sie keinen besonderen Werth?

Sachv. **Wiener:** Nein.

Vorsitzender: Die Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs sind privatrechtlichen, zum Theil administrativen Inhalts. Sie wollen den Inhalt des Art. 69 konserviren, der die Verpflichtungen aufzählt?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es wird dem Herrn Sachverständigen bekannt sein, daß die Bestimmung des Handelsgesetzbuches, daß die Makler für eigene Rechnung keine Geschäfte machen sollen, aus dem Grunde getroffen worden ist, damit die Makler nicht von eigensüchtigen Interessen beeinflußt werden. Sie würden dadurch, daß Sie ohne Weiteres ihnen die eignen Geschäfte freigeben, diese Absicht vereiteln, Sie würden den Makler dazu bestimmen, eventuell Notizen zu machen, die nach seinen Interessen gefärbt sind.

Sachv. **Wiener:** Ich würde sicherlich Bestimmungen wegfallen lassen, die ohnehin nicht erfüllt werden, namentlich aber, wenn diese Bestimmungen nicht erfüllt werden trotz des geleisteten Eides. Wenn ich eine Gegenfrage an Herrn Kommerzienrath Mendelssohn stellen darf, so möchte ich fragen, ob er meint, daß gegenwärtig die vereideten Makler ihrem Eide auch wirklich gerecht werden in jeder Hinsicht. Ich konstatire, daß es als eine allgemeine feststehende Thatsache gilt, daß die Makler persönlich Geschäfte machen; obgleich sie es nicht dürfen, thun sie es doch, und ich will hinzufügen: der Verkehr verlangt das. Da dem so ist, so darf ihnen der Eid nicht abgenommen werden. Nun weist Herr Kommerzienrath Mendelssohn darauf hin, daß die Bestimmung, daß der Makler keine eigentlichen Handelsgeschäfte machen darf, festgesetzt ist, damit seine Mitwirkung bei Feststellung der Kurse das öffentliche Interesse nicht alterirt. Nun bin ich aber der Meinung, er macht solche Geschäfte. Wenn durch seine Betheiligung am Geschäft die Notirung der Kurse alterirt wird, so wird sie jetzt schon alterirt.

(Prof. Dr. Schmoller: Dann noch ganz anders.)

Ein Ideal von Makler wird überhaupt nicht geschaffen werden können. Der Makler, der heute die und die Bergwerksaktienkurse notirt, hat wahrscheinlicher Weise Bergwerksaktien in seinem Besitz. Ein anderes Mal hat er vielleicht Bergwerksaktien gefixt. Also das Interesse, den Kurs so oder so mit Rücksicht auf seinen eigenen persönlichen Geschäftsstandpunkt anders zu normiren, als Angebot und Nachfrage es erfordern, ist, wenn überhaupt, auch heute vorhanden, und es wird sich nicht beseitigen lassen. Ich meine, wenn Makler an der Börse fungiren, in deren Händen sich vorherrschend Angebot und Nachfrage konzentrirt, so kann ihnen, wenn nur für eine Kontrole ihrer Thätigkeit gesorgt ist, die Kursfeststellung überlassen werden.

Vorsitzender: Die von Privatmaklern besorgten Geschäfte müssen doch wohl auch berücksichtigt werden?

Sachv. **Wiener:** Das geschieht auch jetzt nicht. Ich kann folgendes konstatiren. Während vereidete Makler

für die Notirung der Papiere existiren, besteht auch ein sogenannter Frankomarkt, auf dem die Leute unter einander nach Angebot und Nachfrage Papiere austauschen. Mir ist nicht bekannt, daß die Umsätze auf diesem Frankomarkt die entsprechende Berücksichtigung seitens der vereideten Makler finden. Dieser Frankomarkt umfaßt nicht nur Ultimopapiere, sondern es werden auch Kassapapiere auf demselben gehandelt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich weiß nicht, ob dem Herrn Sachverständigen bekannt ist, daß der Frankomarkt ausschließlich für Kassapapiere besteht, und ausschließlich begründet ist auf dem Kurs, den die vereideten Makler künftig notiren werden. Es findet also Angebot und Nachfrage nur insoweit statt, als Summen angeboten werden aber zu einem im Augenblick noch unbekannten Preis, zu einem Preis, den die vereideten Makler erst notiren sollen. Ich frage, ob das Verhältniß so ist.

Sachv. **Wiener:** Daß das Verhältniß sich so gestaltet, möchte ich bezweifeln.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** So ist es nämlich. Ich möchte dem Herrn Sachverständigen anheimstellen, sich darüber zu informiren. Es ist klar, daß den vereideten Maklern das Hauptgeschäft entgeht. Da der sogenannte Frankomarkt vollkommen franko Courtage ist, so handeln da sehr viele Leute und sagen: Das Kursmachen überlassen wir euch vereideten Maklern, wir kaufen und verkaufen, die Aufgabe, den Einheitskurs festzustellen, aber lassen wir euch vereideten Maklern und kommen nur mit denjenigen Posten an eure Vermittlung, die uns in unserem Markte nicht ausgeglichen werden. Also der Frankomarkt bietet dasselbe Bild, wie der Markt, welcher bei den vereideten Maklern stattfindet, eine Anzahl von Parteien theilt sich gegenseitig ohne Kosten mit: wir haben alle zu kaufen zum Einheitskurs, eine andere Reihe von Parteien theilt mit: wir haben zu verkaufen zum Einheitskurs, der erst künftig festgestellt werden muß.

(Zuruf: Limitirt.)

Wenn der Preis limitirt ist, versteht es sich von selbst, daß hierfür der Frankomarkt nicht dient, aber insofern der Auftrag lautet: Verkauf zum heutigen Einheitskurs bestens, so wirkt eigentlich diese Summe zwar als Summe, nicht aber als den Kurs machend. Der Frankomarkt ist so: es sind z. B. 10 Parteien, die haben im ganzen 100 000 Mark zu kaufen, auf der andern Seite stehen 10 Parteien und haben 95 000 Mark zu verkaufen, folglich fehlen dem Frankomarkt 5 000 Mark, mit diesen beehren sie den vereideten Makler und gleichen sich im übrigen ihre Sache aus.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte konstatiren, daß an jeder Börse sowohl am Kassamarkt, als auch am Ultimomarkt Umsätze stattfinden, welche abweichen von dem Kurs, den die amtlichen Makler notiren, indem die Parteien sich gegenseitig Konzessionen machen mit Rücksicht auf die Bonität der Partei und auch aus anderen Gründen. Man hört wiederholt: ein Papier wurde unter Notiz oder über Kurs gehandelt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Das ist, glaube ich, nicht richtig, insofern es sich auf die Zeit von 12—2 Uhr bezieht.

Sachv. **Wiener:** Dann, muß ich sagen, sind alle Berichterstattungen, die mir vorgelegen haben, falsch gewesen; es ist in so und so viel Fällen konstatirt worden,

an der betreffenden Börse würde das Papier über Notiz gehandelt, d. h. über der Notiz des vereideten Maklers. Es ist sogar eines der beliebtesten Mittel, Emissionen zu lanciren oder Haussekonsortien zur Realisirung zu verhelfen, daß derartige Mittheilungen gemacht werden, die, wie ich annehme, nicht so erlogen sind, daß nicht in der That solche Geschäfte gemacht worden sein sollten. Kurz, ich meine, es finden abseits von der amtlichen Notirung sowohl auf dem Kassa- als auch Ultimomarkt Umsätze statt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte an Herrn Geheimrath Frentzel eine Frage richten. Ist es wirklich an dem Kassamarkt gar nicht möglich, eine Spekulation auf verschiedene Angebote und Nachfragen dieses Tages zu machen? Ich meine, von dem Einheitskurs würde man zunächst annehmen, er beseitige jede Möglichkeit einer Spekulation, aber wir haben schon verschiedentlich gehört: einem Angebot von so und so viel hunderttausend Konsols stand zu dem und dem Preise auch eine entsprechende Nachfrage gegenüber, Käufer und Verkäufer müßten demnach doch genügenden Anlaß haben, ohne Rücksicht auf den Einheitskurs, der sich vielleicht für den einen günstiger, für den andern ungünstiger stellt, mit einander sofort in definitive Beziehung zu treten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Das Buch des vereideten Maklers, in welches er seine Aufträge notirt, sieht ungefähr so aus: von A 10 000 Mark zum Einheitskurs, von B 10 000 Mark zum Einheitskurs, von C 10 000 Mark zum Einheitskurs, von D 10 000 Mark zum Kurse von 85, von E zum Kurse von 85½, auf der andern Seite: A an B, an C, theilweise zum Einheitskurs, d. h. bestens, aber zum notirten Kurse, und dann mit Limiten. Die Summe, die zum Einheitskurs d. h. zu dem zukünftig ermittelten Kurse, dem sich die Parteien fügen, umgesetzt wird, scheidet eigentlich bei diesem Angebot und bei dieser Nachfrage in Bezug auf die Bildung des Kurses aus. Für die Bildung des Kurses sind nur diejenigen Aufträge maßgebend, die mit Limiten versehen sind.

Vorsitzender: Nun meint Herr Präsident Wiener, es giebt solche Geschäfte, die definitiv gemacht werden, bei denen sofort ein fester Kurs gemacht wird.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nach meiner Meinung kommt das bei dem Ultimogeschäft fortwährend vor, bei dem Kassageschäft kann es vorkommen, aber dann wird es meines Erachtens nicht vorkommen durch Vermittelung der vereideten Makler, denn nach meiner Meinung dürfte es sich fragen: verfährt der Mann korrekt, der, obgleich er 10 000 Mark zum festen Kurse von 85¼, will ich einmal sagen, gehandelt hat, dennoch diese Thatsache bei Seite läßt und nun aus den übrigen Kursen etwa einen Kurs von 85 herausrechnet und diesen notirt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie haben mich nicht ganz recht verstanden. Ich erinnere mich, daß bei der Frage, wie der Einheitskurs gemacht wird, uns ein Beispiel gegeben wurde, in welchem es hieß: 9 Personen wollen je 100 000 Mark Konsols zu 105 verkaufen, auf der anderen Seite stehen auch bereits 9 Personen mit neunmalhunderttausend Mark, die zu 105 kaufen wollen, es kommt aber nun einer, der letzte mit 100 000 Mark zur Million, der auch kaufen will und keinen Verkäufer zu 105 findet, sondern nur zu 106. Dann ist der Einheitskurs 106, dann bekommen alle diejenigen, die schon mit 105 verkaufen wollten, jetzt 106. Dagegen werden die Käufer der

neunmalhunderttausend Mark gewissermaßen vergewaltigt, indem sie einen Kurs von 106 geben sollen, während sie Verkäufer zu 105 gefunden hätten. Wenn bei der Entwickelung von Angebot und Nachfrage 9 mit je 100 000 Mark zu 105 suchen und haben 9 andere sich gegenüber, die mit 105 geben wollen, so würde doch das Interesse dieser Leute sein: wir schließen mit einander ab, die betreffenden Geschäfte würden nicht ausfallen. Es muß sich also ein Bedürfniß nach der Richtung entwickeln, daß die Leute mit einander fest kontrahiren können.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** In diesem Falle würde sich die Sache umgekehrt vollziehen, es würde dem Manne, der mit 106 kaufen will, wahrscheinlich auch zu 105 gegeben werden, wahrscheinlich, wenn der Makler es thäte, dann wären alle befriedigt, oder man würde eine Notiz machen, bezahlt und Geld, welche bedeutet: es ist das ganze Bedürfniß nicht befriedigt worden, und dann würde das eingetheilt werden. So ist es faktisch. Darüber ist doch den Herren kein Zweifel geblieben, daß dieser Einheitskurs schließlich doch eine Art Kompromiß unter den Interessenten ist und daß er ein absolutes Ideal nicht ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es fällt eben nur auf, daß es unnatürlich ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es entstehen anderweitige Vortheile, der Vortheil, daß bei dem Einheitskurs von Manipulationen, daß außerordentliche Schwankungen des Kurses entstehen können, nicht die Rede ist. Darf ich eine Frage an den Herrn Sachverständigen richten? Sie sagen, Sie hätten in der Berichterstattung öfter gefunden, dieses oder jenes Papier sei über Kurs gehandelt worden. Das ist wohl möglich, aber ist dann nicht in der Berichterstattung der Zeit nach gemeint, dieser Ueberkurs trat ein zu einer Zeit, nachdem der offizielle Kurs, wenn es sich um Kassageschäfte handelt, bereits festgestellt war, kurz der Zeit nach nachträglich?

Sachv. **Wiener:** In Bezug auf Kassanotirungen lasse ich das beschränkt gelten, in Bezug auf Ultimopapiere gar nicht, indem nämlich der Kassakurs gegen 2 Uhr festgestellt wird, der Kurs der Ultimopapiere um 1½ Uhr. Mir kommt es darauf an zu sagen, daß der tägliche Verlauf des Börsenverkehrs eine ganze Anzahl von Umsätzen — bezüglich des Ultimoverkehrs behaupte ich sogar, eine sehr große Zahl von Umsätzen — aufzuweisen hat, die für die Feststellung der Kurse gar nicht in Betracht kommt. Die Kurse der Ultimopapiere werden nämlich festgestellt nach den Umsätzen bis 1½ Uhr, von 1½ Uhr an dauert der Verkehr aber ebenso lang wie bis dahin, nämlich bis gegen 3 Uhr. Also eine große Masse von Umsätzen vollzieht sich täglich, ohne daß ihr in den Notirungen Ausdruck gegeben wird.

Vorsitzender: Man liest solche Bemerkungen: Kurs um 3 Uhr so und so.

Sachv. **Wiener:** Bis 3 Uhr hat sich ein unter allerhand Schwankungen vollziehender Verkehr entwickelt. Aber auch in Bezug auf die Kassapapiere steht es so, daß, nachdem der Kurs festgestellt ist, Umstände eintreten, welche es geeignet erscheinen lassen, ein Papier zu kaufen oder zu verkaufen. So entwickelt sich ein Verkehr, welcher mit den amtlich notirten Kursen nichts zu thun hat. Wenn die gegenwärtige Notirung der Kurse durch die vereideten Makler als eine Notirung angesehen wird, die dem Verkehr, dem Verhältniß zwischen Angebot und Nachfrage einen richtigen Ausdruck giebt, so muß ich sagen: das ist

durchaus nicht der Fall, auch heute nicht, denn beim Kassaverkehr, aber namentlich beim Ultimoverkehr vollzieht sich eine große Anzahl von Umsätzen, wahrscheinlich die gleiche Anzahl von Umsätzen, ohne Berücksichtigung in den amtlichen Kursen zu finden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Die offizielle Börse wird gehalten bis 2 Uhr. Daß die Börsenbehörde trotzdem die Nachsicht übt, die Börse bis 3 Uhr offen zu lassen, darin liegt eigentlich die ganze Geschichte. Wenn sie um 2 Uhr unnachsichtlich schlösse, so würde dieser Verkehr nicht möglich sein.

Vorsitzender: Wir schließen jetzt.

(Schluß 5 Uhr 5 Minuten.)

Siebzehnter Verhandlungstag.

(Zwanzigste Kommissionssitzung.)

Montag, den 20. Juni 1892
Vormittags 10 Uhr.

Vorsitzender: Ich begrüße die Herren Sachverständigen. Der Fragebogen ist Ihnen ja wohl im Wesentlichen bekannt. Es wird sehr interessant sein, die Anschauungen der hier anwesenden Herren über alle diese Punkte kennen zu lernen. Wir haben bisher immer so prozedirt, daß wir nach der Reihenfolge angefangen haben, wie die Herren hier sitzen.

Ich möchte Sie (zum ersten Sachverständigen) also bitten, sich zunächst über die Frage der Zulassung von Papieren zum Handel und zur amtlichen Notiz zu äußern.

Sachv. **Salomon:** Ich bin seit längeren Jahren Mitglied des Börsenkommissariats der Berliner Fondsbörse und kenne die Art und Weise des Prozedirens dabei ziemlich genau, sogar soweit, daß ich den Inhalt einzelner Prospekte, die genehmigt sind, auch noch im Gedächtniß und in der Erinnerung habe.

Ich halte die Bestimmungen, wie sie getroffen sind, im großen und ganzen für gut, ihren Zweck erfüllend, und die Art und Weise, wie sie an der Berliner Börse ausgeübt werden, für eine zweckentsprechende, sachgemäße und mit den besten Hülfsmitteln betriebene.

Vorsitzender: Es ist Ihnen wohl bekannt, daß in neuester Zeit gegen diese ganze Prospektentheorie Einwände erhoben worden sind. Es ist kürzlich ein Gutachten des Hofrath Dr. Hecht, Direktors der Hypothekenbank in Meiningen, für den nächsten Deutschen Juristentag veröffentlicht worden, in welchem er sich gelegentlich gegen den Prospektenzwang in der jetzigen Ausführung ausspricht, weil dadurch gewissermaßen das Emissionswesen für die großen Plätze monopolisirt würde.

Sachv. **Salomon:** Das ist mir auch bekannt.

Vorsitzender: Er wünscht, daß die Provinzialbankiers die Prospekte bei der Handelskammer ihres Wohnsitzes einreichen und daß diese sie prüfen, die Sachverständigenkommissionen an den großen Plätzen, die zu entscheiden haben, ob ein Papier zugelassen wird, sich im Wesentlichen auf jene Prüfung zu verlassen haben, jedenfalls das Papier nicht deshalb zurückweisen dürfen, weil es an einer Patronage an dem Börsenplatze selbst fehlt. Halten Sie dies für eine glückliche Idee?

Sachv. **Salomon:** Keineswegs! Die Art und Weise, in der wir prüfen, ist doch eine derart eingehende, daß wir keiner Vorbereitung bedürfen, und wir haben auch in einzelnen Fällen unsere Aufmerksamkeit immer

darauf gerichtet, daß die wirklich sachlich vorliegenden Verhältnisse und dasjenige, was die Oeffentlichkeit, die erwerbenden Personen interessirt, in der ausgiebigsten Weise dargelegt und uns vorgelegt wird, soweit es sich also um inländische Papiere handelt, Aktiengründungen, durch Vorlage der Gründerberichte, Taxen und alles desjenigen, was dazu gehört, und eine Vorbereitung, die etwa von den Provinzialbankiers ausginge, würde uns in keiner Weise in der Art, wie wir die Sache behandeln, zu einem andern Verfahren führen.

Vorsitzender: Dr. Hecht meint, das bisherige Verfahren bei Emissionen würde durch die Berliner Bankiers vertheuert, er will diesen Vortheil den Provinzialbankiers zuwenden.

Sachv. **Salomon:** Das mag ja sein, daß er das für eine Art Abgabe betrachtet, aber in diesem Sinne ist die Vertheuerung doch nicht so bedeutend, und da, wo es sich nur um eine kommissionsweise Uebernahme handelt, wird der Preis, der für die Vermittlung gefordert wird, durch die Konkurrenz soweit herabgemindert werden, daß er nicht in Betracht käme. Der Berliner Bankier, der an der Börse die Sache vertritt, zahlt ja auch hier seine Abgaben und Steuern; er ist ferner gezwungen, eine Zahlstelle für die Papiere auf die Dauer zu übernehmen, und diese Leistung ist immerhin eine erhebliche und wird durch ein geringes Abgeld ganz mit Recht vergütet.

Vorsitzender: Eine Vertretung wird sich wohl kaum auf irgend einem großen Börsenplatz entbehren lassen. Die Unterbringung des Papiers ist ja nicht an einem Tage beendet; sondern man muß sie weiter im Auge behalten.

Sachv. **Salomon:** Ja. Durch unsere Bestimmungen ist es auch ausgeschlossen, daß unser Börsenkommissariat mit auswärtigen Personen in Verbindung tritt, es wird vielmehr stets die Vertretung durch eine an der Berliner Börse vertretene Firma verlangt. Es ist auch unbedingt nöthig, um in Bezug auf alles, was die Angelegenheit betrifft, au fait zu sein, jemanden zu stellen, der sachverständig mit uns die Sache verhandeln kann.

Vorsitzender: Die leitenden Gesichtspunkte, wie sie hier gedruckt vorliegen, haben sich nach Ihrer Ansicht im Allgemeinen bewährt?

Sachv. **Salomon:** Die haben sich im Allgemeinen bewährt. Ich habe bei einzelnen Punkten der Nr. 1 noch besondere Bemerkungen zu machen.

Vorsitzender: Daß sie in mancher Hinsicht verbesserungsfähig sind, werden Sie natürlich nicht bestreiten?

Sachv. **Salomon:** Sie sind aber auch fortwährend in Fluß. Wir sind bestrebt gewesen, Aenderungen, die sich aus der Erfahrung ergeben haben, aus eigener Initiative zu treffen und haben die auch beständig getroffen. In Bezug auf die Emissionen sind wir mit unsern Anforderungen an die Emittenten und Prospektenverfasser in einzelnen Fällen noch über die leitenden Gesichtspunkte hinausgegangen.

Vorsitzender: Haben Sie nicht dann und wann ein Papier ausgeschlossen aber nicht zugelassen, wenn es nicht solide erschien?

Sachv. **Salomon:** Ich vermuthe, daß das schon von meinen Kollegen hier erzählt worden ist. Es ist mir z. B. im Gedächtniß: Eine Gründung eines Königstadt-Bauvereins, dann eine Ziegeleigesellschaft, und eine amerikanische industrielle Gesellschaft. Die bulgarische Anleihe hatten

wir abgelehnt, weil die staatlichen Verhältnisse Bulgariens nicht festgestellt waren, und so sind eine ganze Anzahl von Prospekten von uns abgelehnt worden. Uebrigens glaube ich, daß eine Menge von Prospekten gar nicht an uns gekommen ist, weil man die Genehmigung nicht erwartet hat.

Vorsitzender: Ein gewisses diskretionäres Ermessen haben Sie sich also doch vorbehalten?

Sachv. **Salomon:** Es steht uns nach der Börsenordnung ausdrücklich das Recht zu, ohne Angabe von Gründen abzulehnen. Wir haben aber auch aus eigener Initiative neuerdings die Vorsicht getroffen, die Perhorrescirung einzelner Mitglieder des Börsenkommissariats für die Einreicher der Prospekte vorzubehalten, damit der Einreicher des Prospektes dadurch geschützt sein könnte, daß, wenn er irgend ein feindliches Interesse in der Kommission vermuthet, er eine Perhorrescirung beantragen kann.

Vorsitzender: Nichtsdestoweniger sind Einwendungen gegen die Einrichtung erhoben worden, weil im Börsenkommissariate im Wesentlichen nur Börseninteressenten vereinigt seien. Es ist deswegen vorgeschlagen — wir gehen damit gleich zu n über — eine staatliche Behörde in irgend einer Form an den Entscheidungen theilnehmen zu lassen.

Sachv. **Salomon:** Es wird den Herren ja bekannt sein, daß Interessenten überhaupt ausgeschlossen sind,

(Vorsitzender: Ja!)

und daß also derjenige, der einen Prospekt prüft, für das betreffende Papier absolut kein Interesse haben kann. Aber es ist jedenfalls der Einwand in dem Sinne gemeint, daß die Entscheidenden Bankiers sind, die im Allgemeinen ein persönliches Interesse an dem Gedeihen der Börse oder an hohen oder niedrigen Kursen haben mögen. Ich halte eine Einwirkung eines Staatskommissars, wie sie hier angeregt worden ist, für nachtheilig, unwirksam und unnöthig, weil schließlich der Staatskommissar nichts anderes thun könnte als die Börsenkommissare jetzt thun, er auch vielleicht in mancher Beziehung in der ersten Zeit noch der Erfahrung entbehrt — späterhin mag er sich ja hineinarbeiten — die wir besitzen, die wir im Geschäft mitten drin stehen, zweitens aber weil damit — und das halte ich für den Haupteinwand — dem Publikum gegenüber eine Art Stempel auf das Papier gedrückt wird, und das erscheint mir gefährlich.

Vorsitzender: Das ist hier auch schon geltend gemacht worden.

Von einigen Seiten ist angeregt worden, von außerhalb der Börse stehenden Kreisen, aus dem Publikum gewisse Elemente aufzunehmen, die mit zu entscheiden haben sollen. Würden Sie das für einen glücklichen Gedanken halten?

Sachv. **Salomon:** Ich möchte wissen, an was für eine Art Publikum dabei gedacht ist, ob damit Juristen gemeint sind?

Vorsitzender: Bisher ist eine rechte Scheidung noch nicht gewonnen. Namentlich von einem Vertreter der Presse ist dieser Vorschlag vor wenigen Tagen gemacht worden. Es wird auf das Beispiel von Brüssel hingewiesen, wo das collège échevinal aus zwei Listen, von welchen die eine das Handelsgericht, die andere die Generalversammlung der agents de change und der zur Cotirung zugelassenen courtiers aufstellt, die Mitglieder der ‚Commission de la Bourse' wählt, welche auch über die Zulassung von Papieren zu entscheiden hat.

Sachv. **Salomon:** Bei guter Auswahl würde ich nichts dagegen einzuwenden haben. Ich meine natürlich, daß man Leuten, die absolut von dem Geschäfte nichts verstehen, keine Stimme geben könnte, daß man damit nur Nachtheile hervorrufen würde. Wir haben ja immerhin innerhalb unseres Kommissariats und der Sachverständigenkommission eine große Zahl uninteressirter Personen, Direktoren von Hypothekenbanken, die das ganze übrige Aktienwesen nichts angeht, wir haben Rentiers, frühere Bankiers, die ganz unbetheiligt sind. Aber ich hätte nichts dagegen, wenn gewählte z. B. juristische oder sonstige Sachverständige theilnehmen. Ich verspreche mir allerdings davon keinen wesentlichen Erfolg.

Vorsitzender: Einer der Herren Sachverständigen schlug vor, einen Richter bei der Zulassung zuzuziehen. Würden Sie das für zweckmäßig halten? Es ist ja freilich keine richterliche Thätigkeit, aber man könnte vielleicht seine juristischen Kenntnisse dabei verwerthen.

Sachv. **Salomon:** Soweit juristische Kenntnisse bei uns erforderlich sind, sind sie bei allen Herren vorhanden. Es sind z. B. einzelne Juristen von Fach unter uns: Herr Justizrath Winterfeldt, Herr Dr. Siemens. Dann sind, soviel ich mich erinnere, 4 oder 5 Handelsrichter in der Kommission, die, wenn auch keine Juristen, doch durch die regelmäßige Uebung, soweit es für diesen Zweck erforderlich ist, sich in juristischen Dingen für versirt ausgeben können.

Vorsitzender: Nimmt der Syndikus der Kaufmannschaft an den Entscheidungen über die Zulassung Theil?

Sachv. **Salomon:** Nicht regelmäßig, aber auf Wunsch. In allen zweifelhaften Fällen rekurriren wir auf seine Auskunft, sein Gutachten. Er nimmt natürlich nur mit berathender Stimme Theil.

Vorsitzender: Also Sie glauben, daß die bisherigen Einrichtungen den juristischen Beirath genügend sichern?

Sachv. **Salomon:** Ja, bei allen irgendwie zweifelhaften Dingen wird der Syndikus Beisert konsultirt und giebt uns in ausführlicher Weise Auskunft, wobei es uns ganz vorbehalten bleibt, uns nach ihm zu richten.

Vorsitzender: Die anderen Vorschläge sind speziellerer Natur. Vielleicht wäre es zweckmäßig, wenn wir zunächst über die Organisation der Börsen und über die Bedingungen der Zulassung im Allgemeinen die anderen Herren auch hören.

(Zum Sachverständigen Schinckel:) Herr Direktor, wollen Sie sich gütigst äußern.

Sachv. **Schinckel:** Was Hamburg anbetrifft, so bin ich persönlich nicht in unserer Sachverständigenkommission, glaube also ein ganz unbefangenes Urtheil zu haben. Meine Bank betheiligt sich häufig an Emissionen, und ich kann nur sagen, daß sowohl die Zusammensetzung unserer Sachverständigenkommission, welche über die Zulassung zur Notiz entscheidet, als auch die Art, wie sie die Sache behandelt, ganz vorzüglich und meiner Ansicht nach auch ausreichend ist.

Vorsitzender: Die Kommission ist ähnlich organisirt, wie die Berliner?

Sachv. **Schinckel:** Soweit mir bekannt ist, ja. Sie wird aus den Interessentenkreisen gewählt. Unsere Handelskammer bildet gewissermaßen die Instanz einer Aufsichtsbehörde der Börse.

Vorsitzender: Sind es nun Mitglieder der Handelskammer selbst, welche die Kommission bilden?

Sachv. **Schinckel:** In den meisten Fällen nicht.

Vorsitzender: Die Handelskammer bestimmt die Mitglieder der Kommission?

Sachv. **Schinckel:** Die Handelskammer bestimmt sie.

Vorsitzender: Jährlich oder in gewissen Perioden?

Sachv. **Schinckel:** Ja, das müssen Sie (zu Dr. Jürgens) besser wissen.

Dr. **Jürgens:** Handelt es sich um die Ergänzung der Handelskammer oder der Sachverständigenkommission?

(Vorsitzender: Der Sachverständigenkommission!)

Es werden alljährlich von der Handelskammer 9 Mitglieder in die Sachverständigenkommission gewählt, und augenblicklich ist ein Mitglied der Handelskammer Mitglied der Sachverständigenkommission.

Vorsitzender: Das hat sich bewährt?

Sachv. **Schinckel:** Das hat sich nach meiner Meinung durchaus bewährt. Es sind sehr unabhängige Leute drin.

Um auf die Frage der Einsetzung eines Staatskommissars zurückzukommen, so glaube ich auch, daß das nach Hamburger Verhältnissen überflüssig, wenn nicht sogar hemmend und schädlich sein würde; ich bin der Ansicht, daß, so lange sich eine Anzahl unabhängiger tüchtiger Leute findet, welche ein solches Amt als Ehrenamt bekleiden, es überflüssig wäre, andere Elemente hinzuzuziehen.

Vorsitzender: Sie glauben, das öffentliche Interesse ist hinreichend durch die jetzige Zusammensetzung gewahrt?

Sachv. **Schinckel:** Davon bin ich fest überzeugt, und ich bin auch überzeugt, daß die Herren, wenn sie in irgendwie zweifelhaften Fällen nicht selbst genug Bescheid wissen — um nach auf angeregte Fragen zurückzukommen — sich aus den Kreisen speziell Bewanderter dann schon genügende Informationen holen werden. Ich glaube, daß die Hinzuziehung weiterer Sachverständiger nicht ganz zweckmäßig sein dürfte.

Vorsitzender: Es ist hier wiederholt betont, daß zuweilen stärkere öffentliche Interessen mit in's Spiel kommen, wenn es sich um die Zulassung neuer Papiere handelt, sogar politische Gesichtspunkte.

Sachv. **Schinckel:** Politische Gesichtspunkte werden so leicht in Hamburg nicht zur Geltung kommen, aber im Uebrigen ist der ganze Zuschnitt unserer Regierungsformen in Hamburg doch ein solcher, daß im Großen und Ganzen in den Formen des Ehrenamtes verwaltet wird. Unsere Regierungsbehörden, unsere Deputationen werden ja auch zum großen Theil in Form des Ehrenamtes verwaltet, und so wird bei uns auch die Mitgliedschaft in der Handelskammer und in der Sachverständigenkommission aufgefaßt. Ich wüßte garnicht, aus was für Kreisen in Hamburg z. B. ein Regierungskommissar genommen werden sollte.

Vorsitzender: Für uns kommt nun freilich Hamburg nicht allein in Betracht, sondern wir sprechen davon, wie am zweckmäßigsten für ganz Deutschland, für alle großen Börsen einschließlich Berlin die Sache zu regeln sein würde, ob da Aenderungen erwünscht sind.

Sachv. **Schinckel:** Ich kann natürlich speziell nur meine Beobachtungen über Hamburg kundthun, und ich

denke mir, daß, wenn z. B. eine solche staatliche Beaufsichtigung eingeführt würde, sie doch nicht blos in Berlin, sondern auch in Hamburg eingeführt würde, und daß dort wahrscheinlich eine speziell hamburgische Kontrole eingeführt werden müßte, keine Reichskontrole. Wenn z. B. von Berlin aus Jemand ernannt werden würde, um über die Hamburger Verhältnisse zu wachen, so glaube ich, daß dies keine ganz glückliche Sache sein würde. Ich glaube, daß längere Zeit hingehen würde, bis der Herr sich in die dortigen Verhältnisse eingewöhnen würde. Es würde ja nicht blos das Fondsgeschäft, sondern auch die übrigen, Termin- und Waarengeschäfte, in Frage kommen.

Vorsitzender: Der Inhalt der leitenden Gesichtspunkte, die in Hamburg maßgebend sind, deckt sich ja wohl mit dem der Berliner?

Sachv. **Schinckel:** Soweit mir bekannt ist, ja.

Vorsitzender: Im Allgemeinen haben sie sich nach Ihrer Ueberzeugung bewährt?

Sachv. **Schinckel:** Sie haben sich nach meiner festen Ueberzeugung bewährt. Es ist wiederholt vorgekommen, daß Sachen abgelehnt sind, die nach meiner Meinung abgelehnt werden mußten. Auf der anderen Seite habe ich die Erfahrung gemacht, daß die Herren sich mit der größten Sorgfalt auch mit den kleinsten Sachen beschäftigt haben.

Vorsitzender: Freilich hat nun die Erfahrung gelehrt, daß das Eindringen unsolider Papiere nicht verhütet worden ist, und besonders hier an der Berliner Börse sind wohl auch manche weniger solide Papiere zugelassen.

Sachv. **Schinckel:** Was in dieser Beziehung Hamburg anbetrifft, so haben wir die Erfahrung gemacht, daß bei weitem der größte Theil unsolider Papiere, welche an unserer Börse gehandelt werden, nicht notirt werden und diesen Weg nicht passirt haben. Die haben sich eben so eingebürgert. Ich halte die größte Oeffentlichkeit für ein Glück. Ich halte es nicht für ein Glück, wenn solche Sachen gehandelt werden, ohne daß sie die Sachverständigenkommission passirt haben und ohne daß sie notirt werden.

Vorsitzender: Privat-Kurszettel haben Sie auch? Es giebt eine private Notirung neben der amtlichen?

Sachv. **Schinckel:** Es erscheinen z. B. über die Goldshares Notirungen in den Zeitungen, aber das hat durchaus keinen amtlichen Charakter.

Vorsitzender: Es können also solche Papiere auch an die Börse kommen, ohne daß eine Zulassung überhaupt stattgefunden hat?

Sachv. **Schinckel:** An die Börse kommen sie eigentlich nicht; sie werden vielleicht an der Börse oder vielleicht auf der Straße oder im Komptoir gehandelt, aber jedenfalls existirt in Hamburg ein Handel, der ja nicht zu verbieten ist.

Vorsitzender: Und auch die Notiz?

Sachv. **Schinckel:** Ja die Notiz; das sind doch solche Notizen, die sich nicht in Hamburg ausgebildet haben, sondern, um speziell Goldshares zu erwähnen, in London. Der Hamburgische Markt ist ja für die notirten Sachen auch in Bezug auf seine Preisbestimmung nicht maßgebend, sondern der Handel und der Verkehr, die Preisbestimmung in Hamburg richten sich natürlich nach denjenigen Börsen, wo die Sachen notirt werden. Aber der Handel selbst ist nicht zu verhindern.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Von ver- verschiedenen Herren Sachverständigen ist die Nothwendigkeit und Zweckmäßigkeit eines Staatskommissars mit Rücksicht darauf negirt worden, daß in Preußen z. B. eine ziemlich scharfe Beaufsichtigung der Börse seitens der Aufsichtsbehörde bereits besteht und es ist auch von der großen Mehrzahl der Herren, die die Börse und die Bankiers hier vertreten haben, auf die Nothwendigkeit einer derartigen allgemeinen Aufsicht hingewiesen, um insbesondere auch zu verhindern, daß Effekten, deren Einführung das öffentliche Wohl schädigen könnte, zugelassen werden. Ich möchte den Herrn Sachverständigen — ich habe nachher noch einige andere Fragen an ihn zu richten, — zunächst bitten, sich darüber zu äußern, ob er gegen ein derartiges allgemeines Aufsichtsrecht, wie es ja in Hamburg nicht besteht, nach Analogie der Bestimmungen, wie sie in Preußen bestehen, Bedenken haben würde, dergestalt, daß auch in einzelnen Fällen die Aufsichtsbehörde befugt wäre, einzugreifen und gewisse Notirungen zu hindern?

Sachv. **Schinckel:** Eine Aufsicht unserer Behörde besteht ja durch die Handelskammer. Die Handelskammer unterscheidet sich kaum von einer staatlichen Behörde, wenigstens bei uns geht das alles so durcheinander, daß ich glaube, daß es selbst Mitglieder der Handelskammer giebt, welche gar nicht wissen, daß die Handelskammer eigentlich nicht den Charakter einer Behörde hat. Wenn z. B. diese Aufsicht in Hamburg aus der Hand der Handelskammer genommen und einer wirklichen Behörde übergeben werden sollte, so würde das nach Analogie unserer Verhältnisse die Deputation für Handel und Schifffahrt sein, aber diese hat ebenso wenig einen staatlichen Charakter wie die Handelskammer, weil sie wiederum Leute zu Mitgliedern zählt, die dies als Ehrenamt bekleiden, eben so gut wie die Herren der Handelskammer. Es würde in Hamburg in der Thatsache absolut keinen Unterschied machen. Die Handelskammer ist zwar keine Staatsbehörde, aber sie ist akkurat so, aus ganz denselben Leuten zusammengesetzt, wie es die über ihr stehende staatliche Behörde sein würde.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Man könnte ja auch eventuell ein derartiges Aufsichtsrecht des Senats als der höchsten Verwaltungsinstanz einführen, wie das ja in Preußen auch besteht. Wäre augenblicklich in Hamburg nach Lage der Gesetzgebung der Senat — um ein ganz konkretes Beispiel zu wählen, — befugt, einzugreifen und zu sagen: Ich verbiete die Notirung der und der Anleihe? Ich möchte wissen, ob er es nach Lage der Gesetzgebung thun könnte, nicht ob er es thun würde.

Sachv. **Schinckel:** Das könnte er nicht thun.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Die anderen Herren Nicht-Berliner, auch größere Bankiers haben es ziemlich ausnahmslos für nöthig erachtet, ein derartiges Aufsichtsrecht einzuführen, wo es nicht besteht.

Sachv. **Schinckel:** Ich kann nur wiederholen, daß ich dieses Aufsichtsrecht in den Händen der Handelskammer bereits sehe.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie halten es nicht für räthlich, eine derartige Befugniß dem Senat zu geben?

Sachv. **Schinckel:** Nicht für räthlich und zwar aus rein praktischen Gründen, da der Senat keine andere Instanz als die Handelskammer hat, um sich zu erkundigen, ob er ein solches Verbot erlassen sollte.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das, glaube ich, ist doch eine nicht ganz unanfechtbare Auffassung. Ich glaube, das Ministerium für Handel und Gewerbe in Preußen, das man ja mit dem Senat in dieser Beziehung vergleichen könnte, hat doch zu seiner Information auch andere Organe als die Handelsvorstände zu seiner Verfügung und man würde doch die Nothwendigkeit einer allgemeinen staatlichen Aufsicht nicht dadurch negiren können, daß man sagt, das Ministerium für Handel und Gewerbe kann keine andern Informationen einziehen, als durch die Aeltesten; die Aeltesten führen die Aufsicht, in Folge dessen liegt kein Bedürfniß zur staatlichen Beaufsichtigung der Börsen vor. Gleichwohl haben, wie ich sagte, sehr viele Sachverständigen, auch Vertreter der Emissionshäuser sich für eine derartige allgemeine Staatsaufsicht erklärt sie hielten sie für nöthig. Also Sie (zum Sachverständigen) sind nicht der Ansicht?

Sachv. **Schinckel:** Ich bin der Ansicht, daß es nicht schaden kann, aber auch von absolut keinem praktischen Nutzen sein kann.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann möchte ich die Frage an Sie richten, ob Sie es für zweckmäßig halten, einheitliche Grundsätze für ganz Deutschland einzuführen? Es wird von vielen Seiten darauf hingewiesen, daß es mißlich sei, wenn diese einheitlichen Grundsätze nicht bestehen, weil dann der Fall vorkommen könnte und auch thatsächlich vorgekommen ist, daß Effekten, die an einer Börse zurückgewiesen sind, an einer andern zur Notirung kommen, und daß bei einem einheitlichen Wirthschaftsgebiet, wie es Deutschland ist, dann der Zweck dieser Zurückweisung vollständig illusorisch gemacht werden könnte. Sind Sie für einheitliche Grundsätze?

Sachv. **Schinckel:** Es handelt sich, wenn ich recht verstehe, immer um Zulassung zur Börse.

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: Ja!)

Wenn sich das durchführen läßt, würde ich sehr dafür stimmen; aber eine große Schwierigkeit liegt darin, daß bei den Gesichtspunkten, welche für die Zulassung von Effekten aufgestellt sind, doch auch die individuelle Auffassung eine große Rolle spielt, die sich unmöglich allen Sachverständigen-Kommissionen gleichmäßig wird einimpfen lassen, und ich glaube, daß so immerhin doch noch der Fall eintreten könnte, daß das, was die Sachverständigen-Kommission des einen Platzes aus ganz individueller Auffassung für zulässig erachtet, eine andere nicht für zulässig erachtet. Wenn sich aber die Bestimmungen in Zukunft noch mehr einheitlich machen lassen, als sie heute schon sind, würde ich auch dafür sein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie werden es doch wohl als Mißstand ansehen, daß, wenn an der Frankfurter Börse ein Effekt zurückgewiesen wird und das betreffende Emissionshaus nun nach Berlin oder Hamburg geht, das Effekt dort zugelassen wird, und daß dadurch die fürsorgende Thätigkeit der Aufsichtsbehörde in Frankfurt illusorisch gemacht wird. Könnte man nun nicht den Handelsvorständen die Verpflichtung auflegen, von derartigen Zurückweisungen den andern Handelskammern, die Börsen haben, Mittheilung zu machen, um auf diese Weise dieses Prozediren zu verhindern?

Sachv. **Schinckel:** Das würde gewiß ein sehr praktischer Weg sein, um diese einheitlichen Grundsätze auch zur einheitlichen Ausübung zu bringen, namentlich, wenn es mit Motiven geschähe.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann möchte ich den Herrn Sachverständigen bitten, sich über die Anregung zu äußern, die der Herr Präsident dem ersten Herrn Sachverständigen gegenüber gegeben hat, ob es nicht zweckmäßig wäre, auch außerhalb der Börse und der Börseninteressen stehende Persönlichkeiten zur Beschlußfassung über die Zulassung von Effekten hinzuzuziehen? Es ist von den Herren, die diese Anregung gegeben haben, vorzugsweise auch an Vertreter der Großindustrie und des Großhandels und an solche Sachverständige gedacht, die sich vom Geschäft zurückgezogen haben, um auf diese Weise den Interessen des großen Publikums, die ja doch auch naturgemäß bei diesen Emissionen betheiligt sind, eine gewisse Vertretung zu sichern. Wie dieser Gedanke weiter auszugestalten wäre, darauf will ich hier nicht eingehen. Ich möchte nur den Herrn Sachverständigen bitten, sich darüber zu äußern, ob er mit dem Grundgedanken einverstanden ist.

Sachv. **Schinckel:** Im Prinzip würde ich auch nichts dagegen haben. Es würde sich immerhin fragen, ob diese Sachverständigen im Voraus zu bestimmen sind oder für den bestimmten Fall gefunden werden sollen, und ich würde es für viel richtiger halten, wenn, wie es in der Praxis auch bei uns jetzt schon geschieht, immer im gegebenen Fall auch die gegebenen Leute dafür gesucht werden. Sollten sie als Sachverständige im Voraus bestimmt werden, so glaube ich — Sie würden ja dann immer schon Reservemitglieder der Sachverständigen-Kommission sein — es würde mangelhafter funktioniren, als es heute funktionirt, da ja dann, ohne den künftigen Fall voraussehen zu können, schon ein Sachverständiger, der vielleicht nicht ganz passend ist, bestimmt wäre, während die Herren heute in der Lage sind, sich an die betreffenden Kreise um Auskunft zu wenden, die ihnen dann auch zu Theil werden wird. Also ich würde die vorherige Bestimmung solcher Sachverständigen, namentlich in einem ganz großen Gemeinwesen, wie es Hamburg ist, für außerordentlich schwierig halten.

Vorsitzender: Sagten Sie nicht, das wäre in Hamburg in beschränktem Sinne schon der Fall?

Sachv. **Schinckel:** Ich sagte, daß die Herren dadurch, daß eine so große Anzahl von Leuten bei uns in Hamburg die Börse besuchen oder ihnen zugänglich sind, in irgendwie zweifelhaften Fällen, sich stets in den betreffenden Sachverständigenkreisen informiren und dann ihr Votum abgeben.

Vorsitzender: Aber diese Sachverständigen entscheiden nicht mit?

Sachv. **Schinckel:** Die entscheiden nicht mit.

Geheinner Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann noch eine letzte Frage. Der Herr Sachverständige sagte: Die unsoliden Papiere oder ein großer Theil der unsoliden Papiere, die an anderen Börsen zugelassen wären, befänden sich zwar in Hamburg im Handel, hätten sich eingebürgert, würden aber an sich nicht zur Notiz zugelassen. Ist das nicht ein Uebelstand, dem man auch wirksam z. B. dadurch entgegentreten kann, daß man den Handel an der Börse beziehungsweise die Notirung von Aufsichts wegen hindert?

Sachv. **Schinckel:** Da bin ich nicht ganz verstanden worden. Es handelt sich da weniger um Papiere, die zurückgewiesen sind, auch nicht um Papiere, die an andern deutschen Börsen notirt werden, sondern ich sprach von Papieren, von denen man gar nicht erst versucht hat, sie zur Notiz zu bringen, für die gar kein Prospekt erschienen

ist und in denen sich dennoch ein Handel eingebürgert hat durch Agenten, denen man ja natürlich doch an der Börse nicht verwehren kann, so gut wie sie Butter und Käse anbieten, auch Goldshares anzubieten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ja, hat denn überhaupt diese Prospekttheorie irgendwelche Bedeutung, wenn Jedem die Möglichkeit gegeben ist, ohne Prospekt das zu erreichen, was man an anderen Börsen nur mit dem Prospekt erreichen kann, nämlich die Notirung in einer mit öffentlicher fides ausgestatteten Weise?

Sachv. **Schinckel:** Diese Notirungen finden nicht statt. Da bin ich mißverstanden worden. Die finden durchaus nicht statt. Es werden nur diejenigen Papiere notirt, die auf Grund eines Prospektes zugelassen sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Und diese privaten Notirungen haben also auch die Bedeutung, daß — ich will einmal ein konkretes Beispiel wählen — allein auf Grund einer derartigen Privatnotiz der Kommissionär berechtigt wäre, als Selbstkontrahent einem Anderen gegenüber aufzutreten, wenn ein Auftrag auf Kauf dieser nicht zugelassenen Effekten vorliegt?

Sachv. **Schinckel:** Durchaus nicht. Es sind reine Privatnotizen.

Vorsitzender: Was die Einheitlichkeit der Gesichtspunkte anlangt, so könnte man sich diese ja in verschiedener Weise denken. Einmal in materieller Beziehung, daß der Inhalt für ganz Deutschland identisch sei — das ist freilich nicht leicht; denn in welcher Form sollen sie eingeführt, und wie soll die Einheitlichkeit aufrecht erhalten werden? — zweitens vielleicht in der Form, daß die Entscheidung der einen Börse maßgebend für die übrigen Börsen ist, sowohl die Zulassung wie die Ablehnung. Glauben Sie (zum Sachverständigen), daß das möglich ist?

Sachv. **Schinckel:** Ich glaube, das letztere ist wohl ausgeschlossen.

Vorsitzender: Daß sich eine Art von rechtskräftigen Entscheidungen über die Zulassung gewisser Papiere für ganz Deutschland bildet, würden Sie nicht für möglich halten?

Sachv. **Schinckel:** Nein, dann würde ja der Fall eintreten, daß, wenn in Frankfurt etwas zugelassen ist, was man in Hamburg perhorrescirt, die Sachverständigen-Kommission in Hamburg sich gezwungen sehen würde, es zuzulassen. Dann würden sich keine Leute mehr finden, die der Sachverständigen-Kommission angehören wollten.

Vorsitzender: Ja, die Bestimmungen werden ja immer mehr oder weniger elastisch gehalten sein müssen.

Sachv. **Schinckel:** Das ist das, was ich betone. Es kommt sehr auf die verschiedene individuelle Auffassung der Bestimmungen an.

Vorsitzender: Sie glauben, daß das also nicht möglich ist. Aber würden Sie die Einführung inhaltlich gleichlautender Gesichtspunkte für ganz Deutschland für möglich halten?

Sachv. **Schinckel:** Ich halte es für möglich durch den Handelstag oder ich weiß nicht, welche Verhandlungen mit den größeren Börsen; es sind ja nicht so sehr viele, die überhaupt in Betracht kommen.

Vorsitzender: Daß es ein erwünschter Zustand sein würde, wenn dieselben leitenden Gesichtspunkte in ganz Deutschland maßgebend wären, ist fast von allen Sachverständigen hier zugegeben.

Sachv. **Schinckel:** Ja, ich glaube auch, daß unsere Sachverständigen-Kommission es mit Freude begrüßen würde.

Dr. **Jürgens:** Ich wollte zunächst eine Bemerkung machen, die inzwischen erledigt ist, nämlich ein Mißverständniß aufklären. Der Herr Sachverständige war darin mißverstanden worden, daß die privatim gehandelten Papiere auch zur offiziellen Notirung kämen bezw. daß dieser private Handel verboten werden könnte. Er hat dies inzwischen richtig gestellt.

Was dann die zweite Frage betrifft, diejenige der einheitlichen Bestimmungen, quasi Normativbestimmungen für die Prüfung der Prospekte bei der Zulassung von Effekten zur offiziellen Notirung, so ist von den übrigen Herren Sachverständigen es stets als wünschenswerth betont worden, daß die lokalen Verhältnisse thunlichst bei Anwendung der Normativbestimmungen Berücksichtigung finden müssen. Ich glaube, daß der Herr Sachverständige diesen Gesichtspunkt wohl auch für Hamburg als richtig wird anerkennen müssen.

Sachv. **Schinckel:** Ja, selbstverständlich.

Vorsitzender: Wollen Sie sich äußern, Herr Geheimerath Schröter.

Sachv. **Schröter:** Die von der Berliner Kaufmannschaft aufgestellten Bedingungen in Bezug auf die Zulassung von Papieren gelten in der Hauptsache auch in Königsberg und haben sich daselbst bewährt. Allerdings ist ja Königsberg ein ganz kleiner Platz für Fonds. Es kommt also auch wohl eigentlich nicht wesentlich in Betracht.

Was die Frage ad a anbelangt, so bin ich derselben Ansicht, die von dem Herrn, der von Berlin sich hier geäußert hat, ausgesprochen ist. Ich halte auch die Mitwirkung staatlicher Behörden für die Zulassung von Papieren für wahrscheinlich schädlich für das Geschäft, weil da leicht allerlei strenge Formen und straffere, vielleicht etwas zu straffe Ansichten zur Geltung kommen könnten, die die Beweglichkeit des Geschäfts verhindern würden. Aber der Hauptpunkt scheint mir auch der, daß das Publikum sehr leicht irre geführt werden könnte, indem es von der Ansicht ausging, daß diese Papiere, die gewissermaßen staatlich oder durch die Mitwirkung von staatlichen Behörden an der Börse eingeführt wären, auch unter allen Umständen gut wären oder gut sein müßten, indem sie eine gewisse Garantie des Staates dabei voraussetzen, die natürlich nicht eintreten kann.

Vorsitzender: Die in Königsberg geltenden Bestimmungen in Betreff der Zulassung sind etwas schärfer als die hiesigen. Im Wesentlichen decken sich ja auch Ihre leitenden Gesichtspunkte mit den Berlinern; aber es heißt hier noch besonders: „Der Prospekt wird vom Vorsteheramt in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben geprüft."

Sachv. **Schröter:** Ja, weil so wenig Papiere von meistens lokaler Natur, Industrieaktien und dergleichen bei uns vorkommen, ist das in dieser Weise gemacht worden. Es ist also nicht schwierig, daß das Vorsteheramt der Kaufmannschaft diese Sachen genau prüft.

Vorsitzender: Das geschieht meines Wissens in Berlin nicht, sondern man überläßt die Verantwortung für die Richtigkeit dessen, was da angeführt ist, im allgemeinen der einführenden, der antragstellenden Firma.

Sachv. **Schröter:** So? Das weiß ich nicht.

Vorsitzender: Wenn bekannt ist, daß die Angaben unrichtig sind, würden die Berliner Herren freilich solche

Papiere zurückweisen und wie wir gehört haben, machen sie in solchen Fällen von diesem Recht auch wirklich Gebrauch; aber die Richtigkeit und Vollständigkeit wird nicht geprüft, wenn den leitenden Gesichtspunkten sonst genügt ist.

Sachv. **Schröter:** Ja, in Königsberg ist das so gemacht worden, weil die Börse da so klein ist und das ja selten vorkommt, so daß man geglaubt hat, so weit gehen zu können. Für eine so große Börse wie Berlin, wo ja alle Tage wohl Anträge vorkommen, würde es nicht möglich sein, so speziell jeden einzelnen Antrag von den Aeltesten prüfen zu lassen.

Vorsitzender: Während man also hier die Verantwortung für die Richtigkeit der Ausführungen der Firma überläßt, dispensirt sich das Vorsteheramt in Königsberg nicht davon, selbst die Richtigkeit zu prüfen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Nach meiner amtlichen Kenntniß, die sich auf Berichte der Aeltesten stützt, findet auch hier eine Prüfung des Prospektes in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit des Inhalts seitens des Börsenkommissariats statt. Dasselbe prüft nicht den inneren Werth der Sache, es prüft aber, ob die Angaben, die in dem Prospekt enthalten sind, ausreichen, um dem Publikum ein sachgemäßes Urtheil über die Bonität des Unternehmens zu gestatten, und ob diese Angaben richtig und vollständig sind.

Ich möchte Herrn Salomon, der ja dieser Korporation angehört, fragen, ob diese Auffassung, die sich auf amtliche Berichte stützt, eine irrthümliche ist?

Sachv. **Salomon:** Wir prüfen die Richtigkeit, selbstverständlich soweit es in unserer Macht liegt,

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: Natürlich!)

wir sind nicht in der Lage, die Angaben z. B. der mexikanischen Regierung in Bezug auf ihre Staatseinnahmen zu prüfen, das kann überhaupt niemand. Wir prüfen die Richtigkeit in Bezug darauf, ob die Verträge richtig angegeben sind, ob die Verkaufsbedingungen, die Unterschriften und Aehnliches, alle diejenigen Dinge, die den Käufer des Papiers aufklären müssen, richtig beigebracht sind; darauf halten wir und lassen uns diese Sachen vorlegen. Selbstverständlich übernehmen wir keine Verantwortung, abgesehen von der moralischen Verantwortung, zu der wir ausdrücklich bereit sind, dafür, daß die Sachen wirklich so, wie angegeben, sind, sondern nur dafür, daß sie, soweit wir sie prüfen konnten, uns richtig erschienen sind und uns richtig erscheinen mußten, nachdem wir die betreffenden Unterlagen bekommen haben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie prüfen auch nicht blos die Richtigkeit, sondern meines Wissens auch die Vollständigkeit,

(Sachv. Salomon: Ganz recht!)

denn Sie verlangen ja häufig eine Vervollständigung des Prospekts, wenn Sie finden, daß Thatsachen unerwähnt geblieben sind, die für die Beurtheilung der Bonität des Unternehmens von Werth sind, nicht wahr?

Sachv. **Salomon:** Fast bei der Mehrzahl der Prospekte trifft es sich so, daß entweder der Referent oder Mitglieder des Plenums des Börsenkommissariats nach diese oder jene Ergänzung, wie Herr Geheimrath Gamp angedeutet hat, verlangen, und daß auch ausdrücklich die Zulassung des Prospekts davon abhängig gemacht wird, daß die Angaben gemacht und durch Beläge unterstützt werden.

Vorsitzender: Dann ist der Unterschied doch nur formell. Es steht zwar nicht ausdrücklich im § 13 der Börsenordnung, aber thatsächlich thun Sie dasselbe, wie das Vorsteheramt von Königsberg.

Sachv. **Salomon:** Sie werden bei den leitenden Gesichtspunkten unten die „Anlagen" erwähnt finden, und da werden Sie unter den beizubringenden Anlagen bei jedem einzelnen Papier finden, daß verlangt werden die Verträge, die Generalversammlungsprotokolle oder was sonst dergleichen erforderlich ist, um die Richtigkeit der betreffenden Angaben zu prüfen.

Wir verlangen auch bei ausländischen Anleihen die betreffenden Gesetzesauszüge und dergleichen.

Professor Dr. **Cohn:** Sie sagten, bei der Prüfung des Prospektes ist das Börsenkommissariat nicht in der Lage, zu prüfen, wie die Finanzverhältnisse eines ausländischen Staates, z. B. Mexiko, seien. Würde es Ihnen da nicht wünschenswerth erscheinen, wenn Ihnen in Ergänzung dessen, was Sie eruiren können, Staats- und Reichsbehörden zur Seite ständen, wenn die Staatsbehörden vermöge ihres diplomatischen Dienstes, ihrer Konsulate u. s. w. dasjenige leisteten, was Sie nicht leisten können? Es wäre doch für die Sache selbst nur wünschenswerth. Es ist nicht etwa an sich unmöglich, die Finanzverhältnisse des mexikanischen Staats etwas näher zu untersuchen.

Sachv. **Salomon:** Wir können in dieser Beziehung nichts weiter verlangen, als was die Regierung mit der Unterschrift des zeitigen Finanzministers oder desjenigen, der sonst in dem betreffenden Staat die Angaben für den Staat verbindlich zu ertheilen hat, uns angiebt. Wir genehmigen keinen Prospekt, beispielsweise der mexikanischen Regierung, ohne daß uns die eigenhändige Unterschrift des betreffenden Ministers, beglaubigt vom deutschen Konsulat, vorgelegt ist, und ich glaube, daß das genügt, und daß etwas weiteres auch durch Staatsbehörden nicht erreicht werden kann.

Professor Dr. **Cohn:** Ich glaube, daß unsere Ansicht etwas auseinander geht. Sie bestehen immer auf der Form. Ich glaube, daß es außer der formellen Unterschrift eines Finanzministers u. s. w. noch etwas anderes giebt. Es wäre wohl möglich, die Finanzen eines Staates etwas unabhängiger zu prüfen, als dasjenige ist, was die Partei des eigenen Finanzministers von Mexiko sagt. Das ist doch nicht so etwas geheimnißvolles und verschlossenes, es kommt nur darauf an, daß man sich daran macht und die amtlichen Quellen zu Hülfe nimmt.

Sachv. **Salomon:** Die Budgets der betreffenden Staaten werden veröffentlicht, und wir verlangen bei allen denjenigen Staaten, von denen noch keine Papiere bei uns eingeführt sind, die Veröffentlichung der Budgets im Prospekt. Die Vermittelung der Staatsbehörden würde nach meiner Ansicht in dieser Beziehung nichts weiter erreichen. Wir haben aber auch andererseits das Bedenken, daß wir nicht auf den Standpunkt kommen wollen, ausländischen Anleihen unseren Markt zu verschließen; denn den ausländischen Regierungen beleidigende Bedingungen aufzuerlegen, vielleicht den Nachweis, daß das Budget, das sie veröffentlicht haben, richtig ist, das würde dahinführen, daß wir viele gute Papiere, an denen unsere Nation viel Geld verdient, nicht ins Land bekämen. In der Mehrzahl sind ja die eingeführten Papiere nicht schädlich gewesen, sondern unser Wohlstand hat sich dadurch außerordentlich vermehrt.

Professor Dr. **Cohn:** Es ist nicht nöthig, unseren Markt ausländischen Anleihen zu verschließen. Wir sind davon ausgegangen, es solle etwas eingehender geprüft werden, ob es nicht möglich ist, die formelle und meist thatsächlich ganz unwirksame Kritik zur materiellen Kritik zu machen, und das kann kein fremder Staat, der ein gutes Gewissen hat, uns übel nehmen, wenn wir in sein Budget weiter hineinsehen und uns ein selbstständiges Urtheil zu bilden suchen, was an sich durchaus nicht unmöglich ist.

Sachv. **Salomon:** Ich meine, soweit wir uns ein selbstständiges Urtheil bilden können, bilden wir es uns auch, und wenn die Bedingungen nicht erfüllt sind, verweigern wir die Zulassung der Prospekte und bedienen uns auch des Mittels, von der Staatsregierung Mittheilungen zu erbitten. Das haben wir in nicht wenigen Fällen bereits angewandt, würden es auch in Zukunft thun. Ich halte, wie ich auch schon vorhin sagte, die Bestimmungen über die Prospekte und die Art, wie wir sie ausüben, für genügend.

Professor Dr. **Cohn:** Ich möchte aber fragen, ob das jemals dahin geführt hat, daß irgend eine Anleihe ausgeschlossen worden ist?

Sachv. **Salomon:** Bei der bulgarischen Anleihe stand es beispielsweise bei uns fest, die Anleihe auszuschließen; da hätten wir eine Anfrage bei der Staatsregierung auch gar nicht erst vorangehen lassen. Ich kann aus meinem Gedächtniß mich weiterer Fälle nicht entsinnen, aber daß es im gegebenen Falle eintreten würde, kann ich bestimmt versichern.

Vorsitzender: Wäre es denkbar, daß es in solchen Fällen wie der portugiesischen oder argentinischen Anleihe geschähe?

Sachv. **Salomon:** Ich weiß nicht, ob das auf die späteren Punkte des Fragebogens vorgreifen würde, aber ich glaube, es gehört zu diesem Punkt. Die letzte portugiesische Anleihe, die wir genehmigt haben, war die 4½ prozentige Staatseisenbahnanleihe, die mit 101 herausgekommen ist. Zu jener Zeit hatte man einen Verdacht gegen die Finanzen Portugals eigentlich nicht; man hielt das für ein gutes Anlagepapier und der hohe Kurs, zu dem eingeführt wurde, und zu dem die portugiesischen Staatspapiere nicht allein bei uns notirten — der Kurs hat ja auch zum Ausdruck gebracht, daß in Paris und London eine gleiche Bewerthung stattgefunden hat — hat um so mehr zu der Meinung geführt, daß die Anlage eine gute sein müsse, und daß Portugal seinen Verpflichtungen nachkommen würde. Ich selbst muß sagen, daß ich den Staat mit einer Bevölkerung von 3 Millionen für stark belastet gehalten habe, daß ich mich aber zu jener Zeit davon überzeugt habe, daß er sehr bedeutenden Kolonialbesitz hat, der ihm heute noch für alle seine Anleihen reichlich Deckung geben würde, wenn er zahlen wollte. Portugal hat, soviel ich mich erinnere, ungefähr 35 Tausend deutsche Quadratmeilen Kolonien und einen so kolossal großen und reichen Kolonialbesitz, daß für diejenigen, die die Prospekte geprüft haben, und die eine 4½ prozentige Anleihe mit 101 einführen ließen, es ganz wahrscheinlich erscheinen mußte, daß das ein gutes Papier sei.

Vorsitzender: Die Staatsbehörden sind bisweilen auch verschiedener Meinung über den Werth solcher Papiere. Unsere Konsuln haben ganz abweichende Urtheile abgegeben. Absolut geschützt würde man also freilich auch durch die Mitwirkung von Staatsbehörden nicht sein.

Indeß Sie (zum Sachv.) bemerkten ja auch, daß man die Auskunft von Staatsbehörden dann und wann einholt und durch Vermittelung der Konsuln Nachrichten einzieht. Ist es öfter geschehen, daß die Behörde, die hier zu entscheiden hat, das Börsenkommissariat, sich in dieser Richtung direkt an die deutschen Konsuln im Auslande wendet?

Sachv. **Salomon:** Wir haben, glaube ich, in solchen Fällen die Nachricht zunächst hier bekommen und immer den kürzesten Weg gewählt, um die Wahrheit, so wie wir sie verlangen mußten, zu eruiren.

Professor Dr. **Cohn:** Das, was der Herr über die portugiesischen Verhältnisse sagt, bestärkt mich nur in meiner Meinung, daß die Kritik eine sehr oberflächliche ist. Wenn ihm das genügt, um die Finanzen günstig zu beurtheilen, daß die Anleihe hoch im Kurs steht, dann ist das ein circulus vitiosus, dann setzen Sie das voraus, was gerade zu untersuchen ist, und wenn Sie Kriterien nehmen, wie die so und so vielen Quadratmeilen Kolonialbesitz, so ist das etwas, was ganz auf der Oberfläche ist, was gar keinen Beweis für die Zahlungsfähigkeit des Staates liefert. Mit solchen Argumenten haben damals manche halbwilde Staaten in Centralamerika, Honduras u. s. w. operirt, die redeten auch von den Schätzen ihrer tropischen Natur, von den ungeheuren Wäldern u. s. w. Das ist sehr schön, das kann einmal Finanzkraft werden, ist aber keine.

Sachv. **Salomon:** Ich habe nicht gesagt, daß das allein entscheidend sei, es sind eine ganze Menge anderer Umstände gewesen. Ich habe nur die beiden Punkte herausgegriffen, die mir im Gedächtniß sind und die zu jener Zeit mit Geltung gehabt haben abgesehen von anderen, und besonders habe ich auch — was Sie nicht erwähnt haben, Herr Professor — gesagt, daß die Bewerthung in London und in Paris, wo die allergrößten Summen dieser Papiere gehandelt waren, für unsere Bewerthung uns auch den Maßstab gab.

Im übrigen muß ich ausdrücklich betonen, daß wir uns dagegen verwahren müssen — weil es niemand kann — daß wir die Bonität der Papiere bescheinigen. Ich wollte nur sagen, daß ein besonderer Grund, Verdacht zu schöpfen oder mißtrauisch zu sein, nicht vorlag. Ich bin seit über 30 Jahren an der Berliner Börse und habe aus eigener Erfahrung gesehen, daß wir uns oft enorm geirrt haben. Als die amerikanischen 6 prozentigen Staatspapiere mit 36 eingeführt wurden, haben die Börsenvorstände einen gewissen Silberstein, der sie eingeführt hat, kommen lassen und gesagt: Sie machen die Welt unglücklich, wir können Sie nicht von der Börse entfernen, aber wenn wir es könnten, würden wir es thun, weil Sie uns solche Papiere bringen. An diesen Amerikanern sind viele hundert Millionen in Deutschland verdient worden. Amerika hat in wenigen Jahren das Kapital doppelt und dreifach zurückgezahlt, und ich behaupte, daß ein Theil unseres Nationalwohlstandes auf diese amerikanischen 6 prozentigen Staatsanleihen zu beziehen ist. Es wäre deshalb weder uns, noch dem Staate, noch sonst Jemandem möglich, in solchen Fällen von vornherein den Stempel darauf zu drücken, ob die Sache gut oder schlecht ist.

In Bezug auf Portugal muß ich mich verwahren, daß die von mir erwähnten Gründe allein maßgebend gewesen sind. Wir können auch nur auf dem Standpunkte stehen, daß wir nichts haben ermitteln können, was uns die Sache bedenklich oder gefährlich oder die Verschuldung des Staates zu hoch erscheinen ließ, und ich habe einige Gründe aus meinem Gedächtniß angeführt, die gerade das Geschäft mir persönlich als nicht bedenklich erscheinen ließen.

Vorsitzender: Sie glauben, daß es mehr böser Wille der jetzigen portugiesischen Regierung ist, wenn sie die Forderungen ihrer Gläubiger unerfüllt läßt?

Sachv. **Salomon:** Das glaube ich.

Sachv. **Schinckel:** Ich verstehe die Frage dahin: Es wird angeregt, ob nicht durch Zuhülfenahme unserer diplomatischen Vertreter, namentlich an ausländischen, überseeischen Plätzen ein Kriterium für die Bonität, nicht blos für die gegenwärtige, sondern für die zukünftige Bonität dieser Papiere zu schaffen sei, und ich möchte das aus meiner eigenen Erfahrung als nicht nöthig und nicht zweckmäßig bezeichnen. Die Sachverständigen-Kommission würde, wenn sie sich überhaupt auf eine Kritik der Bonität einlassen wollte — was ich auch nicht für richtig halten würde — gar nicht erst diese Informationen sich kommen zu lassen brauchen, sondern seit Jahren berichten die auswärtigen Vertreter Deutschlands, Konsuln und Gesandte, an das Auswärtige Amt, und diese Berichte würde man sich ja da nur holen lassen können. Ich habe aber die Erfahrung gemacht, daß die Herren, wie es meiner Ansicht nach ganz natürlich und erklärlich ist, sowie sie drüben sind, in denselben Irrthum verfallen, zu welchem kaufmännische Vertreter vielfach neigen, daß sie ihr Land, in dem sie wohnen, namentlich wenn es sich, wie es sehr häufig vorkommt, in dem Zustand eines plötzlichen Aufschwungs befindet — und das ist ja doch die Zeit, wo die Begebung der Anleihen in Frage kommt — viel zu sanguin beurtheilen. Meine Bank ist verschiedentlich an derartigen Emissionen betheiligt gewesen, und ich muß sagen, daß die Kritiken, die gerade von diplomatischen Vertretern geübt wurden, uns stets in vielen Beziehungen zu sanguin gewesen sind, und daß wir von sehr vielen Geschäften, die uns als recht gut empfohlen wurden, zurückgeblieben sind. Ich muß gestehen, daß man hier in Europa ein sachverständigeres, ein unbefangeneres Urtheil hat, als gerade diejenigen Herren, die an Ort und Stelle sind. Das ist eine Erfahrung, die wir auch in unseren kaufmännischen Beziehungen gemacht haben. Wir haben eine Bank in Rio, wir haben eine Kommandite in Buenos Ayres, und fortwährend machen wir die Beobachtung, daß wir hier die Sache doch unbefangener beurtheilen, als derjenige, der sich dort an Ort und Stelle befindet. Ich möchte davor warnen, darauf einen zu großen Werth zu legen.

Professor Dr. **Cohn:** Ich glaube, es handelt sich da um eine spezielle Frage: Um die weitere Ausbildung des spezifisch finanziellen auswärtigen Dienstes, also beispielsweise die Ueberlegung, ob man vielleicht einen berufsmäßigen, finanziell gebildeten Konsul für zweckmäßig hält, aber nicht Kaufleute, die das Nebenamt des Konsuls versehen und gelegentlich solche Sachen von irgend einem schreibgewandten Kommis besorgen lassen. Es käme in Frage, ob man nicht Finanzattachés eben so gut haben könnte, wie man jetzt technische Attachés in den auswärtigen Staaten hat u. dgl. m. Ich wollte nur sagen: Nicht das, was wir jetzt haben, ist das beste, wir sprechen von dem, was möglicher Weise in Zukunft geschehen kann, und in wie weit die Zuhülfenahme der staatlichen Kräfte dabei die Sache weiter fördern könnte, als dies nach Aussage der Herren jetzt thatsächlich der Fall ist, wo es ja gar keine Wirkung hat. Man geht an die Sache heran mit dem Wohlwollen, es würde schon alles in Ordnung sein, und wenn da etwas fehlt, wird noch eine formelle Ergänzung gewünscht, aber glücklicher Weise führt es niemals dahin, daß irgend etwas zurückgewiesen wird. Wenn also gar keine Prüfung stattfände, so würde es ungefähr dasselbe sein.

Sachv. **Schinckel:** Ich glaube, daß vorher schon mehrfach erwähnt ist, daß auch manches zurückgewiesen wurde. Ferner möchte ich nur nachmals wiederholen: Dem Publikum gegenüber wird durch die Mitwirkung eines Staatskommissars ein Bonitätsstempel auf die Papiere aufgedrückt. Das Publikum muß daran gewöhnt werden, daß es sich selbst sein Urtheil bildet. Daß es gefährlicher ist, wenn man 6 prozentige Mexikaner zu 83 kauft, als wenn man 3 prozentige deutsche Reichsanleihe zu 83 oder 85 kauft, das muß sich jeder selbst sagen, und wer sich das nicht sagen kann, dem ist eben nicht zu helfen. Wenn alle diese 6 prozentigen Papiere, die zu 83 verkauft werden, immer todtsicher auf alle Zeiten ihren Zins bezahlten, würden sie eben nicht zu 83 herauskommen. Wenn nun aber solche Papiere nach der billigenden Kritik eines Staatskommissars unterliegen, dann würden diejenigen Leute, die vielleicht vorsichtiger Weise sagen: Ein solches Papier fasse ich meinen Vermögensverhältnissen nach lieber nicht an, versucht und verleitet werden, in Folge dieses Bonitätsstempels doch davon zu kaufen; und dieser dem Papier aufgedrückte Stempel wird die auswärtigen Staaten, die nicht zahlen können oder nicht zahlen wollen, wahrlich nicht davon abhalten, einmal ihre Verpflichtungen nicht zu erfüllen.

Professor Dr. **Cohn:** Das ist eine prinzipielle Erwägung, die uns bei den Erörterungen seitens einer Reihe anderer Herren sehr oft entgegengetreten ist, und das ist eben durch die Erfahrung keineswegs erwiesen, daß das Publikum dadurch verleitet wird, sich in eine Vertrauensseligkeit einlullen zu lassen, wenn der Staat eine gewisse Wachsamkeit neben dem freien Verkehr ausübt, wie es auf einer ganzen Reihe anderer Gebiete geschieht, ohne daß dadurch irgendwie eine Sorglosigkeit des Publikums herbeigeführt wird.

Vorsitzender (zum Sachverständigen Finck): Ich bitte, sich über die soeben erörterten allgemeinen Fragen zu äußern, also ob die leitenden Gesichtspunkte, die ja wohl auch in München gelten, sich im allgemeinen bewährt haben, und ob etwa andere Instanzen eingesetzt werden sollen.

Sachv. **Finck:** Die Verhältnisse sind natürlich bei uns bedeutend kleiner. Ich kann mich noch sehr wohl der Zeit erinnern, wo allerdings ein Kursblatt ausgegeben wurde, die Erlangung der Notirung jedoch überhaupt nicht an die Einreichung eines Prospekts gebunden war. Die Sache hat sich nach und nach etwas ausgebildet, und man hat die leitenden Gesichtspunkte, die in Berlin bestanden, nahezu ausnahmslos adoptirt. Ich selbst habe jahrelang in den betreffenden Kommissionen mitgewirkt, und wir waren stets einig darüber, uns den Bestimmungen und Usancen, welche hier in Berlin geltend sind, anzuschließen.

Vorsitzender: Sie machen es sich dadurch etwas leicht, daß alle Papiere, die in Berlin oder Frankfurt amtlich notirt sind, ohne Weiteres bei Ihnen zugelassen werden?

Sachv. **Finck:** Das kann mit Genehmigung der Vorsteherschaft geschehen. Unsere Börse hat gar keinen amtlichen Charakter. Es ist ein einfacher Verein, der aus einer ziemlich großen Anzahl von Kaufleuten besteht, der sein eigenes Lokal besitzt. Die Kurse werden durch die vereideten Makler festgestellt, der Verein selbst aber ist rein privater Natur.

Vorsitzender: Es ist ein privater Verein. Eine staatliche Aufsicht —

Sachv. **Finck** (einfallend): besteht nicht. Es ist vielfach schon der Wunsch ausgesprochen worden, diesen Verein, der gewissermaßen in Konkurrenz zur Handelskammer steht, mit der Handelskammer zu vereinigen. Es wird auch wohl mit der Zeit einmal dazu kommen. Aber bisher ist es eine ganz private Vereinigung.

Vorsitzender: Das Gebäude gehört dem Verein nicht eigenthümlich?

Sachv. **Finck:** Das Gebäude ist sogar nur miethsweise dem Verein überlassen.

Vorsitzender: Und wie wird der Vorstand gewählt?

Sachv. **Finck:** Der Vorstand wird von der Generalversammlung gewählt, zu der jährlich sämmtliche Mitglieder — es sind vielleicht etwa 600 — eingeladen werden. Es ist ein Vorstand von 9 Mitgliedern, die wieder einen Vorsitzenden u. s. w. wählen. Bei allen derartigen Anträgen gelangen die Prospekte mit allen Belägen, wie der Vorstand dies bestimmt, an dasjenige Mitglied, das mit dem betreffenden Gegenstand am besten vertraut sein kann als Referent, und es ist namentlich in den letzten Jahren die Prüfung ziemlich streng gehandhabt worden, sodaß mir auch Fälle bekannt sind, wo Papiere zurückgewiesen wurden.

Vorsitzender: Sind die leitenden Gesichtspunkte bei Ihnen irgendwie fixirt, gedruckt?

Sachv. **Finck:** Sie sind nicht fixirt, es ist alles dem Ermessen des Vorstandes anheim gegeben.

Vorsitzender: Aber Sie halten sich ungefähr an die Berliner Gesichtspunkte?

Sachv. **Finck:** Sie waren wenigstens, so lange ich dem Vorstande angehörte, maßgebend.

Vorsitzender: Verlangen Sie thatsächlich immer einen Prospekt?

Sachv. **Finck:** Stets.

Vorsitzender: Abgesehen von Papieren, die in Frankfurt oder Berlin notirt sind?

Sachv. **Finck:** Dieser Fall ist selten vorgekommen. Es ist eine Emission gewesen, bei der auf Grund eines in den Zeitungen veröffentlichten Prospekts auch Subskriptionsstellen bei uns standen. Da wurde es meistens kurzerhand bewilligt.

Vorsitzender: Prüfen Sie nun auch die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben, die in dem Prospekt enthalten sind?

Sachv. **Finck:** In vielen Fällen ist man sehr weit gegangen in dieser Beziehung, aber absolut — — —

Vorsitzender (einfallend): Nach diskretionärem Ermessen?

Sachv. **Finck:** Ja. Die Vorstandschaft hat es in der Hand, milde oder strenge zu urtheilen und hat natürlich streng geurtheilt.

Vorsitzender: Sie sagten eben, es wäre doch angeregt, die Staatsregierung in irgend einer Weise zu betheiligen, ihr ein Aufsichtsrecht zu verleihen. Deutet das darauf hin, daß irgend welche Uebelstände sich bisher gezeigt haben?

Sachv. **Finck:** Doch nicht! aber es ist eigentlich eine Anomalie. Wir haben eine Handelskammer, in der die Handelsinteressen unter staatlicher Mitwirkung und staatlicher Aufsicht vertreten werden, und wir haben einen Privatverein, der ganz die gleichen Ziele verfolgt, aber

natürlich diese staatliche Mitwirkung nicht besitzt. Es ist gewissermaßen eine Kraftvergeudung, die gleichen Gegenstände werden von zwei Seiten behandelt und Berichte darüber erstattet, sodaß wenn der Stein einmal ins Rollen käme, die Mehrzahl der Mitglieder, glaube ich, es für richtig finden würde, den Verein, mithin die Börse, unter die Aufsicht der Handelskammer zu stellen. Der Börsenverein, resp. der Handelsverein ist eine Körperschaft, die inzwischen auch Kapitalien angesammelt hat, und es entsteht dann immer auch die Frage: Wem gehören denn die bei einer etwaigen Auflösung? Die Frage ist noch nicht gelöst.

Vorsitzender: Würden Sie nun speziell eine Mitwirkung des Staats bei der Zulassung befürworten?

Sachv. **Finck:** Ich würde mich den verehrten Herren, die vor mir gesprochen haben, nur vollinhaltlich anschließen. Ich glaube nicht, daß erhebliche Vortheile dadurch zu erwarten sind, unter Umständen sogar recht große Nachtheile, denn ein derartig staatlich genehmigtes Papier wird im Publikum unter Umständen als eine sichere Sache betrachtet, während der Staat vielleicht ebenso wenig in der Lage ist, sich hierüber ein absolut zuverlässiges Urtheil zu bilden wie diejenigen Emittenten, die sich zunächst für die Sache verwenden, oder diejenige Korporation, die darüber zu wachen hat, daß alle Dinge vollkommen in Ordnung sind. Es ist auch sehr möglich, daß in einem solchen Falle die Börse unter Umständen einmal den Interessen der Politik dienstbar gemacht werden könnte. Das würde ich auch für sehr bedenklich halten.

Vorsitzender: Ehe ich die beiden Herren Juristen höre, möchte ich Herrn Metzler aus Frankfurt vernehmen, damit wir zunächst die Zustände an den bestehenden Börsen kennen lernen und ein Urtheil über das Gehörte gewinnen.

Sachv. **Metzler:** Ich habe dem, was der Herr Vertreter von Berlin mitgetheilt hat, eigentlich nichts hinzuzufügen, da unser Bestreben in Frankfurt ist, uns den hier leitenden Gesichtspunkten möglichst anzuschließen. Ich bin auch der Ansicht, daß die staatliche Mitwirkung bei der Zulassung der Papiere an der Börse ein sehr zweischneidiges Mittel ist, welches seine großen Bedenken hat, und ich möchte auch darauf hinweisen, daß wir als Börsenvorstand gar nicht in der Lage sind z. B. mit den Vertretern unserer Regierung im Auslande uns in Verbindung zu setzen, wenn wir Auskunft haben wollen; wenigstens ist es uns immer abgeschlagen worden, daß wir mit irgend jemandem direkt korrespondiren, es wurde gesagt, es käme nur die vorgesetzte Behörde in Betracht. Wir waren auch nicht in der Lage, uns durch die Vertreter des Reiches im Auslande irgend welche Auskunft zu verschaffen.

Vorsitzender: Durch Vermittelung des Ministeriums?

Sachv. **Metzler:** Nur durch Vermittelung des Ministeriums. Dann aber würde natürlich das Ministerium uns den Bescheid zu geben haben: ja oder nein, lassen Sie die Anleihe zu oder nicht. Dann wäre es eine Sache des Ministeriums und nicht mehr Sache des Vorstandes der Handelskammer.

Vorsitzender: Abweichend sind die Frankfurter Bestimmungen von den Berlinern insofern, als man Grund gehabt zu haben glaubt, sich das Recht vorzubehalten, in einem einzelnen Falle an den Prospekt weiter gehende Ansprüche zu stellen und die Zulassung aus nicht an den

Einreicher mitzutheilenden Gründen zu verweigern. Was hat dazu bestimmt, diese Bestimmung aufzunehmen?

Sachv. **Metzler:** Wenn wir ablehnen, geben wir keine Gründe. Soweit wir uns bei den Betreffenden orientiren können, thun wir es, wie wir uns auch durch die Beziehungen, die der Eine oder der Andere von den Sachverständigen haben kann, möglichst ein Bild zu machen suchen, aber wir geben die Gründe, die uns allenfalls zur Ablehnung führen können, den Betreffenden nicht an.

Vorsitzender: Das thut das Börsenkommissariat auch hier nicht.

Sachv. **Salomon:** Wir haben dieses Recht thatsächlich ausgeübt, nach Lage einer solchen Sache theilen wir in dem einen Falle den Betreffenden mit, welche Gründe uns veranlaßt haben, in anderen Fällen haben wir vorgezogen, keine Gründe mitzutheilen, je nach Lage der Sache. Wir haben z. B. abgelehnt, wo wir in Erfahrung gebracht haben, daß sich die betreffende Persönlichkeit in irgend einer Weise auf neue Aktien eine Art Gründerrecht durch Verträge konstituirt hat. Gesetzlich ist das nicht mehr zulässig, aber in irgend einer Weise durch Verträge umgangen, kommt es vor. Da haben wir erklärt, daß, so lange diese Verträge bestehen, wir die Papiere nicht zulassen würden. Die Konsequenz ist gewesen, daß die Leute in dem betreffenden Falle auf das Recht verzichtet haben, und wenn sie die Sache neuerdings gebracht haben, haben wir in einzelnen Fällen die Genehmigung ertheilt, in anderen Fällen aus anderen Gründen vielleicht nicht. Ich möchte noch bemerken, daß wir uns an die leitenden Gesichtspunkte in keiner Weise binden, daß wir in den meisten Fällen mehr verlangen.

Vorsitzender: Damit haben Sie zum Ausdruck gebracht, was in Berlin besteht. Nun haben Sie außerdem in Frankfurt sich das Recht vorbehalten, Papiere nicht zuzulassen, wenn Frankfurt nicht genügend bei der Emission berücksichtigt wird. Was hat das für einen Sinn?

Sachv. **Metzler:** Das hat den Sinn, daß wir für Frankfurt möglichst viel haben wollen, aber ich glaube nicht, daß wir oft mit diesem Grundsatz durchgedrungen sind.

Vorsitzender: Ist thatsächlich der Fall vorgekommen, daß Sie ein Papier deshalb nicht zugelassen haben?

Sachv. **Metzler:** Wenn Rothschild betheiligt sein sollte mit anderen Plätzen, Berlin oder Paris, so könnte thatsächlich für die Frankfurter Börse gar nichts reservirt sein. Wir suchen der Frankfurter Börse möglichst viel zuzuwenden.

Vorsitzender: Würden Sie eine Mitwirkung des Staates durch irgend eine Behörde bei der Zulassung befürworten?

Sachv. **Metzler:** Ich würde Bedenken haben, es zu thun. Dann möchte ich noch bemerken, daß wir in Frankfurt, was die Sachverständigen außerhalb der Kommission anbelangt, auf dem Standpunkt stehen, daß, wenn die Sachverständigen-Kommission irgend welche Zweifel hat, die Sache an das Plenum der Handelskammer kommt. Da alle Branchen in dem Vorstand der Frankfurter Handelskammer vertreten sind, so würden wir auf diese Weise jedenfalls einen Sachverständigen finden, der genügend Auskunft geben kann.

Vorsitzender: Davon enthält die Börsenordnung eigentlich nichts, aber es geschieht thatsächlich, daß in zweifelhaften Fällen zunächst das Plenum der Handelskammer befragt wird?

Sachv. **Metzler:** Bei Emissionen von industriellen Papieren ist es mehrmals vorgekommen, daß wir das Plenum befragt haben.

Vorsitzender: Das ist nicht ausgeschlossen; aber thatsächlich verfahren Sie doch in der Weise, daß eine Kommission die Prüfung vornimmt?

Sachv. **Metzler:** Die Kommission kann aber an das Plenum gehen.

Sachv. **Volkmar:** Ich habe in dieser Sache keine praktische Erfahrung und möchte mich deshalb nicht weiter äußern.

Vorsitzender: Dann können wir zu den übrigen Abänderungsvorschlägen übergehen.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte zu b sagen, daß ich die Bestimmung, daß die Zulassung ausländischer Papiere zum Handel und zur Kursnotiz von einem Mindestbetrage der einzelnen Stücke abhängig gemacht wird, für zinstragende Papiere nicht für angängig halte. Die besten Rentenpapiere, die wir haben, beispielsweise die Oesterreichischen Renten, haben einen Mindestbetrag von 50 Gulden, die Italienischen einen Mindestbetrag von 80 Mark, die Russischen Papiere, von denen wir eine Menge in Deutschland haben, haben den Mindestbetrag von 400 Mark, und zum Theil ist der Mindestbetrag 150 oder 200 Mark. Ich würde es in keiner Weise für ersprießlich halten, eine Beschränkung für Rentenpapiere eintreten zu lassen.

Vorsitzender: Bei ausländischen Aktien läge es nahe, denselben Mindestbetrag zu verlangen, der für inländische Aktien bestimmt ist.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte unseren Markt behüten vor ausländischen Aktien, wie sie z. B. in London gehandelt werden, vor den Goldaktien zu 20 Mark und dergl. Uebrigens haben wir die Zulassung dieser Papiere nicht zu befürchten, da man bei denselben schwerlich in der Lage ist, eine Bilanz zu machen, die irgend jemand in Deutschland vertreten würde. Das hat uns bis jetzt vor diesen Sachen bewahrt. Ich möchte also hier einen Minimalbetrag wünschen, den ich dann aber niedrig bemessen möchte.

Vorsitzender: Einige der Berliner Herren Sachverständigen haben für ausländische Aktien einen Mindestbetrag von 1 000 Mark befürwortet.

Sachv. **Salomon:** Ich würde mich für eine solche Bestimmung für die ausländischen Aktien nicht aussprechen, sondern einen etwas geringeren Betrag, den Betrag von 400 Mark nehmen, das ist 20 Pfund Sterling in England, 500 Francs in Frankreich. Das ist ausreichend.

Vorsitzender: Wie stellt sich der Herr Sachverständige aus Hamburg?

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte mich dem anschließen, ich halte auch einen Betrag von 20 Pfund Sterling für Aktien für sehr wünschenswerth, bin aber auch der Ansicht, daß es nicht sehr relevant ist, weil diese Goldshares, diese Aktien von minimalem Betrage, bei uns keine Aussicht haben, zugelassen zu werden. Für Obligationen bin ich auch der Meinung, daß man den Betrag nicht beschränken sollte.

Sachv. **Schröter:** Ich bin der Ansicht gewesen, daß man keine Beschränkung vornehmen sollte, aber nach dem, was Herr Salomon gesagt hat, bin ich zweifelhaft geworden, aber ich meine, wenn man die Beträge so einschränkt, wie eben vorgeschlagen, wird manches so wie so ausgeschlossen sein, und andererseits bietet einen Schutz

gegen diejenigen Sachen, die man für nicht sicher oder gefährlich hält, bei sehr klein gemessenen Stücken der Umstand, daß der Vorstand der Kaufmannschaft eben die Zulassung bestimmt. Wenn also Sachen, wie diese Goldshares, die ich nicht kenne — ich weiß es nicht — wirklich unsicher sind, wenn es von diesen nicht wünschenswerth ist, daß sie zu der Börse zugelassen werden, so wird das dadurch verhindert, daß eben wegen der Unsicherheit die Zulassung von selbst aufhört. Ich meine, das würde insofern gar nicht in Betracht kommen, weil diese kleinen Papiere doch wohl immer außerhalb der Börse durch kleine Bankiers oder kleine Händler untergebracht werden würden, und diesen Händlern könnte man es unter keinen Umständen verbieten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er es für einen wünschenswerthen Zustand erachtet, daß, obwohl die einheimische Gesetzgebung die klare Bestimmung hat: es dürfen nur Aktien mit 1 000 Mark zugelassen werden und obwohl unsere Aktiengesetzgebung in ihrer Fürsorge für die Interessen des Publikums und der Aktionäre viel weiter geht als andere Gesetzgebungen, gleichwohl ausländische Aktien günstiger behandelt werden sollen als inländische. Wenn der Herr Sachverständige sagt, die Mitwirkung der Handelsvorstände sichere gegen die Einführung unsolider Werthe, so glaube ich, setzt er sich mit seinen eigenen Ausführungen und mit den Ausführungen der anderen Herren in den erheblichsten Widerspruch, die dargethan haben, daß prinzipiell eine Prüfung der Sicherheit und Bonität des Unternehmens nicht stattfindet. Was endlich die dritte Bemerkung anlangt, daß die Aktien auch durch den Privathandel Eingang finden würden, so möchte ich an ihn die Frage richten, da er dem praktischen Leben sehr viel näher steht, ob er wirklich glaubt, daß die Aktien eines Unternehmens, ich will einmal sagen, die Aktien der Italienischen Dampfschiffahrtsgesellschaft Veloce, die an der Berliner Börse eingeführt sind, hier eine große Abnahme gefunden haben würden, wenn die Zulassung zur Börsennotiz verweigert worden wäre.

Sachv. **Schröter:** Im allgemeinen muß ich zugeben, daß gewiß die Zulassung zur Börsennotiz fördernd für die Verbreitung von solchen Papieren wirkt, aber daß derartige kleine Aktien, wie ich sie vorhin angedeutet habe, außerhalb der Börse doch vielfach unter das kleine Publikum gebracht werden, auch wenn sie an der Börse nicht notirt werden, wird keinem Zweifel unterliegen. Ich muß bei meiner Ansicht stehen bleiben.

Sachv. **Finck:** Ich würde die Beschränkung auf 20 Pfund Sterling beziehungsweise 500 Francs für richtig halten, weil gerade diese Appoints beliebt sind.

Vorsitzender: Für Aktien, aber nicht für Obligationen?

Sachv. **Finck:** Für Aktien. Bei Obligationen wird man sich wohl am sichersten an die Platzgebräuche halten, die in dem anderen Lande geltend sind, weil man dadurch die Möglichkeit hat, die Papiere dort wieder verwerthen zu können.

Vorsitzender: Wie ist das zu verstehen? Es besteht keine Beschränkung, Sie wollen sie aber einführen?

Sachv. **Finck:** Ich dachte speziell bei Aktien, weil diese ganz geringwerthigen Aktienbeträge, wenn sie herübergeschleppt würden, ein großer Nachtheil sein würden. Deshalb glaube ich eine Beschränkung auf 500 Francs, das sind 20 Pfund Sterling, empfehlen zu können.

Vorsitzender: Bei Obligationen würden Sie keine Beschränkung empfehlen?

Sachv. **Finck:** Ich glaube, das wird sich von selbst ergeben.

Vorsitzender: Die Erfahrung lehrt, daß ausländische Obligationen vielfach auf geringe Beträge lauten, und einen Unterschied in dieser Beziehung wird man wohl schwerlich machen können zwischen unsoliden und soliden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so hat er gegen die Festsetzung eines Minimalbetrages für Obligationen und, ich möchte ergänzen, wohl auch für Anleihen, das Motiv angeführt, welches auch von anderen Sachverständigen angeführt worden ist, den Absatz dieser Effekten im Auslande nicht zu hindern. Es ist ja zweifellos, daß, wenn eine Anleihe in Berlin und in Wien und London gehandelt würde und sie wäre bei uns nur in Stücken von 1 000 oder 5 000 Mark zugelassen, während sie dort in kleinen Beträgen zugelassen wäre, dies die Möglichkeit des Abschiebens und der internationalen Transaktionen sehr erschweren würde. Nun trifft dieses Motiv bei denjenigen Anleihen und Obligationen nicht zu, die lediglich in Deutschland zur Notirung gelangen. Das ist eine sehr erhebliche Anzahl. Wie stellt sich der Herr Sachverständige diesen gegenüber? Ich wüßte z. B. nicht, daß die Obligationen der Northern-Pacific-Eisenbahn irgendwo anders notirt werden.

Sachv. **Finck:** In New-York werden sie notirt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es giebt aber doch eine Reihe von ausländischen Anleihen, die nur auf unserem Markt sich befinden und die nicht auf anderen Märkten gehandelt werden. Jedenfalls ist das thatsächlich richtig — in welchem Umfange das zutrifft, kann man dahin gestellt sein lassen und jedenfalls könnte jeden Tag der Fall eintreten, daß eine Anleihe nur an unserer Börse gehandelt wird. Das angeführte Motiv fällt jedenfalls für diese Papiere fort. Ich meine, hat der Herr Sachverständige noch andere Gründe, weshalb er die Zulassung auch für diese Papiere nicht von einem Mindestbetrage abhängig machen will?

Sachv. **Metzler:** Ich würde für Aktien 500 Mark oder 400 Mark vorschlagen, für Obligationen aber die Zulassung nicht von der Höhe der Obligationen abhängig machen.

Sachv. **Finck:** Es handelt sich hier eigentlich nur um eine konsequente Anwendung der inländischen Gesetzgebung auf ausländische Aktien. Wenn die Herren den Mindestbetrag von 500 Mark wollen, so sehe ich nicht ein, warum sie nicht 1 000 Mark setzen wollen in Uebereinstimmung mit unserer Gesetzgebung.

Vorsitzender: Für Obligationen?

Sachv. **Finck:** Für Obligationen haben wir die Beschränkung nicht.

Vorsitzender: Da würden Sie also die Beschränkung nicht befürworten?

Sachv. **Salomon:** Ich möchte meine erste Aussage dahin einschränken, daß ich die bis jetzt notirten Aktien in die Begrenzung nicht einschließen möchte, daß also keine rückwirkende Kraft einer solchen Bestimmung gegeben werden solle.

Vorsitzender: Das ist von den früher gehörten Sachverständigen auch immer beigefügt worden, wenn sie die Maßregel befürwortet haben. Nun kommen wir zu e,

ob also für die Zulassung von Aktien der bisher grundsätzlich an den größten Börsen geforderte Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht werden soll.

Sachv. **Salomon:** An der Berliner Börse ist das Gebräuchliche eine Million, ich würde diese Ziffer nicht zu erhöhen vorschlagen, weil ich der Meinung bin, daß man damit nur ein Vorrecht des Großkapitals schaffen würde und daß man gute Unternehmungen, die von großem Nutzen sein können, in ihrer Begründung und ihrem Bestehen erschweren würde. Es würde wahrscheinlich öfters dazu führen, daß man mehrere industrielle Unternehmungen zusammenwirft, um das höher normirte Grundkapital von 2 Millionen oder 3 Millionen zu erreichen, und daß eine ungesunde Zusammenschmiedung von Unternehmungen entstehen würde.

Vorsitzender: Darüber waren die Herren Sachverständigen bisher verschiedener Meinung. Die einen haben sich eben so ausgesprochen, andere waren für 3 Millionen.

Sachv. **Salomon:** Wir haben das Beispiel, daß 50 Millionen von einer einzelnen Person dirigirt und regiert werden, die Summe macht keinen Unterschied, es kommt nur darauf an, wer das Dirigiren und Regieren in die Hand nimmt. Wenn eine mißbräuchliche Treibung des Kurses nur in Folge eines geringen Grundkapitals als möglich behauptet wird, so halte ich das nicht für zutreffend.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, ob nicht aus der großen Anzahl der an der Berliner Börse gehandelten Effekten, die ja dauernd eine mehr oder minder erhebliche Zunahme erfährt und bei steigenden Konjunkturen vielleicht wieder um Hunderte wachsen wird, schon das praktische Bedürfniß für eine Verminderung dieser Zahl, für eine Ausscheidung der kleineren und für ihre Verweisung auf die Provinzialbörsen herzuleiten ist. Es wurde wiederholt mitgetheilt, daß die Kursnotirung bei 1 400 Papieren eigentlich mit einer Schnelligkeit vor sich gehen muß, die das Unterlaufen erheblicher Fehler nicht selten veranlaßt.

Sachv. **Salomon:** Es sind nach dem amtlichen Bericht 1 260 oder 1 300 Papiere. Das ist nach meiner Meinung nicht eine sehr erhebliche Anzahl, wir werden darin von London in außerordentlicher Weise übertroffen, und zwar hat London davon ganz erhebliche Vortheile. Ich würde das Notiren einer großen Anzahl von Papieren durchaus nicht für einen Nachtheil halten können; wir haben eventuell, wenn sich das Bedürfniß dazu herausstellt, es in der Hand, die Anzahl der Makler zu vermehren, aber den Handel in diesen Papieren, den ich für recht ersprießlich halte, einzuschränken, halte ich nicht für angebracht. Es ist mehrfach vorgeschlagen worden, einen bestimmten Wochentag für die Notirung einzelner Papiere eintreten zu lassen. Das halte ich aber auch für einen Nachtheil und zwecklos. Es macht sich fast immer so, daß die Makler in der Zeit bis 2 Uhr, spätestens 10 Minuten nach 2 mit sämmtlichen Kursen fertig sind. Es ist die Routine, die dazu führt; in vielen Papieren geht häufig nichts um, aber es ist der Vortheil, der aus der bestehenden Notiz für die Allgemeinheit sich ergiebt, ein viel zu bedeutender, als daß man vielfach an sich nützliche Papiere von der Notirung ausschließen dürfte.

Vorsitzender: Die Thatsache bestreiten Sie nicht, daß, wenn das ganze Material in einer Hand vereinigt ist, diese den Kurs beherrscht, Sie meinen aber, daß dies bei drei Millionen in derselben Weise der Fall sein könnte?

Sachv. **Salomon:** Die Oesterreichischen Kreditaktien, auch die Schweizerischen Centralbahnaktien, von denen 40 Millionen Gulden bezw. 50 Millionen Francs existiren, sind von einzelnen Leuten aufgekauft worden. Es macht durchaus keinen Unterschied, ob ein Kapital groß oder klein ist, es handelt sich nur darum, wer sich mit dem betreffenden Papiere befaßt.

Vorsitzender: Sie meinen der Unterschied von 3 Millionen und 1 Million sei nicht bedeutend genug, um einen praktischen Erfolg erzielen zu können?

Sachv. **Schinckel:** An und für sich wäre ich sehr geneigt, den Mindestbetrag zu erhöhen, nicht nur für Aktien, sondern auch für Obligationen, ich bin ein großer Feind der illusorischen Kursnotirungen, die sehr leicht entstehen; denn es kann bei geringen Emissionsbeträgen nicht ein täglicher Umsatz stattfinden, ich möchte aber nicht, daß damit zu weit gegangen würde, denn andererseits halte ich es für ein großes Uebel, wenn in Folge dessen solche Sachen nicht offiziell notirt, sondern unter der Hand gehandelt werden. Die offizielle Notiz ist doch von ganz eminentem Nutzen. Ich möchte daher davor warnen, diesen Mindestbetrag zu sehr in die Höhe zu schrauben. Die Korrektivmaßregel liegt immer darin, daß die Sachverständigen-Kommission sich vorbehalten hat, wenn längere Zeit kein nachweisbarer Umsatz in einem Papiere stattfindet, die Notiz zu streichen.

Vorsitzender: Wie weit würden Sie gehen?

Sachv. **Schinckel:** Das richtet sich sehr nach dem Platze. Wenn man einheitliche Grundsätze aufstellen wollte, so würden die Provinzplätze zu kurz kommen. Ich halte 1 Million Mark für Plätze wie Berlin und Hamburg für niedrig, möchte aber davor warnen, diese Ziffer zu sehr zu erhöhen, damit nicht ein unoffizieller Handel in diesen Papieren Platz greift.

Vorsitzender: Für Hamburg vielleicht 3 Millionen?

Sachv. **Schinckel:** Ich halte 3 Millionen für zu hoch.

Vorsitzender: Also vielleicht 2 Millionen. Wie ist es für die Obligationen?

Sachv. **Schinckel:** Da würde ich ganz dasselbe sagen, daß ich eine illusorische Notiz für Obligationen für ein Unglück halte.

Sachv. **Schröter:** Für die Provinzialbörsen wäre es nicht gut, eine Grenze festzusetzen, in Königsberg besteht eine solche nicht, da sind kleine Aktienunternehmungen, Brauereien u. s. w., die zur Notiz kommen wollen und kommen, da kann man eine Grenze nicht gut festsetzen. Für große Plätze, wie Berlin und Hamburg, erlaube ich mir kein Urtheil, ob es da 1, 2 oder 3 Millionen sein müssen. Ich würde der Ansicht sein, es so zu belassen.

Sachv. **Finck:** Ich möchte es für richtig halten, es so zu belassen, wie es jetzt ist. Eine Erhöhung des Kapitals ist nach vielen Richtungen hin sicher gefährlich. Die Emittenten, die Gründer würden natürlich das Bestreben haben, die von ihnen kreirten Papiere an der Berliner Börse, überhaupt an der Börse notirt zu sehen, sie würden unter Umständen mit allen Mitteln suchen, das Kapital höher zu greifen, als es vielleicht zum Betriebe des betreffenden Geschäfts erforderlich ist, sie würden das Geschäft ausdehnen, wie dies thatsächlich vielfach vorgekommen ist. Unternehmungen kranken vielfach daran, daß das Kapital zu hoch gegriffen ist lediglich zu dem Zweck, um ein marktgängiges Papier zu

schaffen. Ich würde es deshalb bei dem Kapital von 1 Million auch für Berlin belassen. Bei uns gilt ½ Million als Norm.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur darauf hinweisen, daß von anderen Sachverständigen uns mitgetheilt worden ist, daß nach ihren Erfahrungen keine Gesellschaft zu Grunde gegangen ist oder krankt an einem zu großen Kapitalüberfluß, sondern daß sie meist an dem entgegengesetzten Uebel litten. Sind Ihnen dagegen solche Fälle bekannt?

Sachv. **Finck:** Ich möchte mir erlauben, meine Bemerkung richtig zu stellen. Ich bin der Meinung, daß durch ein hohes Grundkapital, das von Anfang an vorgeschrieben wird, Unternehmungen, die vielleicht einen lokalen Charakter haben, viel zu sehr ausgedehnt werden. Dann kranken sie. Mir sind eine ganze Reihe von Unternehmungen bekannt, die, wenn sie klein geblieben wären, ganz gut rentirt hätten, durch die Ausdehnung sind sie schlecht geworden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sind das Unternehmungen in Bayern? Bei Ihnen besteht nur die Beschränkung von 500 000 Mark, also in dieser Beziehung würde diese Erfahrung den allgemeinen Satz nicht rechtfertigen.

Sachv. **Finck:** Man sagt, sobald es eine Aktiengesellschaft ist, ist ein großer Apparat erforderlich, die Ausgaben werden größer, es wird bis zum Kleinsten herunter etwas mehr aus dem Vollen gewirthschaftet.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das spricht eigentlich dafür, daß man nicht zu kleine Aktiengesellschaften errichten soll, denn wenn Sie selbst sagen, eine Aktiengesellschaft braucht einen gewissen erheblichen Verwaltungsapparat, so glaube ich, widersprechen Sie sich, wenn Sie sagen, es wären kleine Aktiengesellschaften wirthschaftlich berechtigt.

Sachv. **Finck:** Ich glaube doch nicht. Mein Hauptgesichtspunkt war der, ich gehe von der Ansicht aus, daß mitunter die Gründer und alle diejenigen, die an solchen Papieren Geld verdienen wollen, das Bestreben haben werden, diese Papiere möglichst an Hauptbörsen notirt zu sehen und daß, wenn an der Hauptbörse in Berlin die Summe zu hoch gegriffen würde, dadurch der angegebene Fall eintreten könnte.

Sachv. **Metzler:** Wir haben in Frankfurt den Mindestbetrag von 1 Million Mark, ich würde beantragen, das zu belassen.

Vorsitzender: In Frankfurt haben Sie auch 1 Million bestimmt, und das hat nach Ihren Erfahrungen ausgereicht?

Sachv. **Metzler:** Eine Ausnahme wird gemacht bei lokalen Unternehmungen, aber im ganzen halten wir daran fest, daß das Grundkapital 1 Million sein muß, und ich glaube, daß das richtig gegriffen ist.

Vorsitzender: Für Obligationen fordern Sie kein Mindestkapital als emittirtes Gesammtkapital?

Sachv. **Metzler:** Nein.

Sachv. **Volkmar:** Da es sich hier um die Kursnotiz handelt, habe ich kein Urtheil.

Vorsitzender: So können wir zu d übergehen, ob für die Zulassung von Aktien dem Prospekte auch die in Artikel 210 des Handelsgesetzbuchs bezeichneten Verträge beigefügt werden müssen.

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, daß die Verträge an der Zeichnungsstelle zur Einsicht ausgelegt

werden sollen; sie dem Prospekte anzudrucken, würde eine Vertheuerung der Kosten bedeuten. Es würde der Zweck für jeden, der sie kennen lernen will, durch meinen Vorschlag vollständig erreicht werden.

Vorsitzender: Das ist ein Punkt, der in dem heute eingegangenen Schreiben der Münchener Handelskammer ausführlich behandelt ist. Sie vermißt die nöthige Oeffentlichkeit nach dem bestehenden Recht und hat sich mit dem Ersuchen an das Ministerium gewendet, es sollten die Gerichte angewiesen werden, jedes Mal bei den Bekanntmachungen darauf zu halten, daß gesagt wird: da und da liegen die Verträge zur Einsicht offen. Der bayerische Justizminister hat das abgelehnt, weil er nicht berechtigt sei, die Bestimmungen des Handelsgesetzbuches zu erweitern. In anderen Bundesstaaten ist dasselbe geschehen. Es scheint doch, als ob ein praktisches Bedürfniß nach größerer Oeffentlichkeit sich geltend gemacht hat. Ist das auch hier der Fall?

Sachv. **Salomon:** Man wünscht es auch hier, und es würde in keiner Weise die Emittenten schädigen. Andererseits würde die Oeffentlichkeit sich informiren können.

Vorsitzender: Jetzt steht nicht in den Prospekten, wo man die Verträge einsehen kann?

Sachv. **Salomon:** Wir machen von dem diskretionären Recht unter Umständen dahin Gebrauch, daß wir es fordern.

Vorsitzender: Sie halten eine größere Oeffentlichkeit für wünschenswerth, wollen aber nicht so weit gehen, eine Bekanntmachung zu verlangen?

Sachv. **Salomon:** Um den Emittenten nicht Tausende Mark an Insertionskosten zu machen.

Sachv. **Schinckel:** Ich bin derselben Ansicht. Ich würde es für am besten halten, daß bei einer solchen Emissionsstelle die Verträge einzusehen sind, während es, wenn der Zwang ausgesprochen würde, sie in den Zeitungen zu veröffentlichen, eine neue Auflage sein würde.

Sachv. **Schröter:** Ich bin derselben Ansicht.

Sachv. **Finck:** Ich bin auch der Meinung, daß die Verträge, wie es bei uns in den letzten Jahren gehandhabt worden ist, bei der Vorstandschaft des Münchener Handelsvereins deponirt werden, so daß sie von allen Betheiligten auf dem Sekretariate eingesehen werden können.

Vorsitzender: Nur die Bekanntmachungen haben bei Ihnen nichts darüber enthalten?

Sachv. **Finck:** Die Prospekte wurden an der Börse nur zum Aushang gebracht, der Zwang, sie in den Zeitungen zu publiziren, bestand bisher bei uns nicht, sie wurden an der Börse ausgelegt und in dem Sekretariat konnte Jeder, der ein Interesse daran hatte, die Urkunden, welche ein besonderes Interesse für ihn hatten, im Original oder in einer notariell beglaubigten Abschrift einsehen.

Vorsitzender: Speziell die Gründungsverträge werden bei Ihnen nicht ausgelegt?

Sachv. **Finck:** Diese wurden der Vorstandschaft zur Prüfung vorgelegt und wurden für die Interessenten auf dem Sekretariate aufgelegt.

Vorsitzender: Wie steht es mit dem Revisionsberichte? Unter Umständen muß ein besonderer Prüfungsbericht erstattet werden.

Sachv. **Finck:** Auch eine Abschrift von diesem wird niedergelegt.

Vorsitzender: Es ist in Berlin bisher bei der Bekanntmachung in öffentlichen Blättern nicht gesagt worden, der Revisionsbericht und die übrigen Verträge liegen da und da aus; aber thatsächlich haben sie, wie wir hören, immer zur Einsicht ausgelegen.

Sachv. **Finck:** Diese Wünsche beziehen sich auch auf solche Papiere, die vielleicht gar nicht an die Börse gebracht werden. In diesem Falle wird nicht öffentlich publizirt, aber ich sehe nicht ein, warum dieselben auch da nicht zur Einsichtnahme aufgelegt werden sollten.

Vorsitzender: Bei der Gründerstelle oder beim Sekretariat der Handelskammer?

Sachv. **Finck:** Bei der Handelskammer.

Sachv. **Schinckel:** Ich halte es für denjenigen, der zeichnen will, ausreichend, daß er zur Emissionsstelle hingehen und dort einsehen kann.

Sachv. **Volkmar:** Ich bin auch für möglichste Publikation.

Vorsitzender: Für Auflegung, aber nicht für Veröffentlichung durch die Zeitungen. Nun folgt e, die Frage, ob die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraumes seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll.

Sachv. **Salomon:** Ich bin nicht dafür, es davon abhängig zu machen, weil der Zweck, den man damit im Auge haben könnte, die Sache sich erst entwickeln zu lassen und zu prüfen, in keiner Weise erreicht würde.

Vorsitzender: Industrie-Unternehmungen sind mitunter an die Börse gekommen, wenn sie noch ganz frisch waren.

Sachv. **Salomon:** Darunter sind manche gute und vortheilhafte Sachen gewesen, die dem Publikum viel Nutzen gebracht haben, und auf der anderen Seite sind durch vorzeitige Einführung ungesunde Gründungen entstanden, ich halte aber die Vortheile und Nachtheile für ausgeglichen und möchte mich darauf beziehen, daß wir in der Zeit, während die hohe Kommission Ferien gehabt hat, einen Fall gehabt haben, daß Aktien eingeführt worden sind, die vor drei Jahren wahrscheinlich viel billiger eingeführt worden wären, und bei denen das Publikum viel besser angekommen wäre, wenn es sie vor drei Jahren hätte kaufen können, die Aktien der Schöneberg-Friedenauer Terraingesellschaft.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Solche Fälle können natürlicher Weise vorkommen, aber es wird in vielen anderen Fällen die Sache umgekehrt liegen. Von einer Seite ist aus dem Kreise der Sachverständigen heraus der Vorschlag gemacht worden, daß man zwar die Zulassung auch vor Ablauf einer bestimmten Frist gestatten, daß man aber dann das Agio, das das betreffende Haus nimmt, beschränken sollte. Namentlich bei Umwandlung von industriellen Privatunternehmungen in Aktiengesellschaften soll den Emissionshäusern die sofortige Einführung an der Börse gestattet, aber vorgeschrieben werden, daß, wenn die Einführung vor Ablauf einer bestimmten Frist etwa von ein bis zwei Jahren stattfindet, vor einer Frist, die hinreicht, um eine zuverlässige Grundlage für die Beurtheilung des Unternehmens aus den publizirten Bilanzen zu gewinnen, dann das Agio beschränkt werden soll.

Vorsitzender: Der Vorschlag geht dahin, etwa ein Zehntel des Erwerbspreises als Maximum festzuhalten; der Uebelstand ist unleugbar, daß die Aktien häufig mit

einem ganz übermäßigen Agio an die Börse gebracht werden. Das ist gefährlich, und die Leute haben Schaden gehabt.

Sachv. **Salomon:** Die Emittenten haben die Aktien der Schöneberg-Friedenauer Terraingesellschaft nur mit 155 einführen wollen, es haben sich aber so viele Käufer gefunden, daß schließlich den amtirenden Börsenkommissaren — es haben drei die Kursfeststellung unter Kontrole genommen — nichts übrig geblieben ist, als den Kurs 7¼ Prozent höher zu setzen, als die Emittenten haben wollten. Wenn Jemand mehr geben will als ein Anderer, bleibt nichts übrig, als es ihm zuzuschlagen, es ist eine Art Auktion. Man hat außerdem den Käufern ihre Aufträge nur auf die Hälfte ungefähr reduzirt ausführen können. Damit ist dasjenige, was Herr Geheimrath Gamp vorgeschlagen hat oder Andere vorgeschlagen haben, widerlegt. Wir können in dieser Beziehung eine Einschränkung nicht treffen, das ist überhaupt in keiner Weise durchführbar.

Vorsitzender: Die in der Aktiennovelle enthaltenen Gründungskautelen werden in dieser Weise illusorisch gemacht. Man taxirt die Rentabilität in schwindelhafter Weise oft im voraus sehr hoch und bringt dann das Papier mit einem hohen Agio an die Börse.

Sachv. **Salomon:** Die Herren sind im Irrthum, wenn sie meinen, daß die Höhe des Agios jemanden vom Kauf zurückhält. Es werden die Leute, die einen Vortheil davon erwarten, kaufen und es wird ihnen gleich sein, ob derjenige, der verkauft, viel oder wenig verdient. Die Höhe des Agios reizt erst recht zum Kauf an. — Ich möchte anführen, daß bei der Bestimmung einer langen Frist zwischen Gründung und Einführung eine Gefahr darin liegen würde, daß einmal die Gründer sich auch von guten Unternehmungen zurückhalten lassen würden — wenn die weniger guten nicht unternommen würden, so würde es nicht schaden — aber andererseits auch das Publikum später einen höheren Preis anzulegen gezwungen sein würde. Wie sehr man sich nach den ersten Jahren irren kann, haben wir in vielen Fällen erlebt. Die viel gerühmten Patzenhofer haben einst 26 gestanden. Die schlimmsten Gründungen von 1872 sind durch gute Geschäftsführung in die Höhe gekommen, während z. B. die Deutsche Eisenbahnbaugesellschaft, die von den besten Leuten ins Leben gerufen war, ihr ganzes Kapital von 36 Millionen verloren hat. Man kann nach den ersten Jahren unmöglich einen Schluß auf die Zukunft ziehen.

Vorsitzender: Sie sagen, das Publikum wird durch die Höhe des Agios angelockt zu kaufen, und gleichwohl halten Sie eine Beschränkung für unthunlich?

Sachv. **Salomon:** Ich halte sie für unthunlich, sobald das Papier an die Börse kommt. Die Emittenten können bei sich zu Hause zeichnen lassen, wie sie wollen. Wenn sie die Vermittelung der vereideten Makler in Anspruch nehmen, können wir den Kurs nur machen nach Nachfrage und Angebot. Ich halte die Beschränkung der Höhe des Agio für ganz unausführbar.

Vorsitzender: Der Vorschlag ist nicht von einem Kaufmann, sondern in der Presse gemacht worden.

Sachv. **Schinckel:** Ich theile diese Ansicht vollständig. Man könnte einen Unterschied machen zwischen dem an die Börse bringen zu pari und über pari. Wenn man bestimmte, daß auch zu pari vor Ablauf einer gewissen Frist nichts an die Börse gebracht werden darf, was in Hamburg häufig vorkommt, namentlich bei Schiffahrtsunternehmungen, so würde eine große Menge derartiger

Sachen nicht zu Stande kommen. Es würde sich wohl ein Unterschied machen lassen in Bezug auf diejenigen Unternehmungen, welche über pari an die Börse gebracht werden, die Idee liegt außerordentlich nahe, aber ihre Ausführbarkeit scheint mir außerordentlich schwierig zu sein. Von den Umwandlungen, die von Herrn Geheimrath Gaup erwähnt worden sind, sind häufig gerade diejenigen die allerbesten, die mit einem gewissen Agio an die Börse gebracht werden. Mir sind Fälle bekannt, in denen wir den Leuten, die ihr Geschäft umwandelten, selbst 125 bezahlten. Warum soll man da nicht berechtigt sein, zu 125 an den Markt zu bringen? Das Emissionshaus wird dann in der Lage sein, gewisse Nachweise über die Rentabilität des bisherigen Unternehmens zu liefern sowie über den Fortbestand in der Leitung des Unternehmens, sonst würde das Publikum die Aktien nicht kaufen. Daß irgend eine gesetzliche Einschränkung eintritt, halte ich für unzulässig.

Vorsitzender: Ich erinnere mich mancher Fälle, in welcher Maschinenbau-, Walzwerks- und Schiffahrtsaktien zu 150 und mehr Prozent an die Börse kamen; nachher trat ein enormer Kursfall ein, und das Publikum hatte große Verluste.

Sachv. **Schinckel:** Wir haben auch Aktien zu 125 übernommen und seitdem sind sie viel höher gestiegen. Das Unternehmen wäre sonst nicht zu Stande gekommen. Es war für Hamburg sehr wichtig, daß das Unternehmen in eine Aktiengesellschaft verwandelt werden konnte.

Vorsitzender: Die Beschränkung würde freilich wohl unter Umständen nur auf den ersten Tag sich erstrecken, am anderen Tage würde der Kurs bereits erheblich steigen können.

Sachv. **Schröter:** Ich kann im wesentlichen dem nichts hinzufügen. Ich bin genau derselben Ansicht wie die beiden Vorredner, ich möchte nur auf das Eine hinweisen, daß nicht ausgeschlossen wäre, daß, wenn eine solche Bestimmung eingeführt würde, erst recht Täuschungen versucht würden, um ein Unternehmen beim Ablaufe der Frist rentabler erscheinen zu lassen, als es ist. Mir ist bekannt, daß hin und wieder bei Eisenbahnen verschiedene Sachen unterlassen werden, Reparaturen, die nothwendig wären, um nur eine gewisse Rente geben zu können. Ich würde allerdings nicht einer solchen Frist geneigt sein, es würde sich nur um eine kurze Frist handeln können, von dem Zeitpunkt der Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister bis zur Einführung.

Vorsitzender: Von kaufmännischen Sachverständigen ist eine einjährige Frist angeregt worden.

Sachv. **Schröter:** Bei einer einjährigen Frist würde das zutreffen, was ich gesagt habe. Im übrigen, was das Agio anbelangt — das ist von den Vorrednern nicht hervorgehoben worden — so scheint es mir ein sehr starker Eingriff in das persönliche Recht des Einzelnen zu sein, wenn vorgeschrieben werden soll, er solle nur so und soviel gewinnen. Ebenso wie hier würde man es bei anderen Unternehmungen verlangen können, und das würde zu weit führen.

Sachv. **Finck:** Ich würde mich dem Gesagten anschließen, ich wüßte nichts weiter hinzuzufügen.

Sachv. **Metzler:** Ich würde dagegen sein, ich kann eine solche Einschränkung nicht befürworten.

Sachv. **Volkmar:** Ich würde sie befürworten, wenn die Frist kurz gegriffen würde.

Sachv. **Munk:** Ich würde mich für eine Frist aussprechen; jedenfalls ist die Frist eine Probezeit, daß die Gesellschaft sich als gut bewährt hat.

Vorsitzender: Die kaufmännischen Sachverständigen befürchten eine Beschränkung des Unternehmungsgeistes wegen zu großer Erhöhung des Risikos. Würden Sie diese Befürchtung nicht für begründet halten?

Sachv. **Munk:** Diese Befürchtung würde ich theilen, aber meines Erachtens ist die Sicherheit höher zu schätzen, als diese Gefahr.

Vorsitzender: Wie weit würden Sie gehen?

Sachv. **Munk:** Ich würde für eine zweijährige Frist sein, denn das erste Jahr wäre möglicherweise von den besonderen Umständen beeinflußt, die bei der Gründung mitgewirkt haben, während das zweite Jahr sich der Beeinflussung der Gründer der Unternehmung entzieht.

Vorsitzender: Wir kommen zu f, das ist die schwerwiegende Verantwortlichkeitsfrage, die hauptsächlich die Herren Juristen angeht. Ich möchte aber zunächst die Herren Kaufleute hören.

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, daß die Verantwortlichkeit der Ankündigenden auszudehnen wäre, selbstverständlich mit dem Vorbehalt, daß Niemand gezwungen werden kann, mehr Mittheilungen zu machen resp. solche zu verantworten, als er nach bestem Wissen als ordentlicher Kaufmann, und nach allen Bemühungen, die er hat aufwenden können, anzugeben vermag. Eine Verschärfung des Artikel 249a mit großen Geldstrafen scheint mir nicht angängig.

Vorsitzender: Wie steht es mit der civilrechtlichen Verantwortung?

Sachv. **Salomon:** Die civilrechtliche Verantwortung würde ich in gleicher Weise, wie sie für die Aktien besteht, insofern auf die übrigen Papiere ausdehnen, als ich den Vorbehalt gemacht habe, daß man natürlich nicht mehr verlangen kann, als der Betreffende als ordentlicher Kaufmann verantworten kann. Ich halte übrigens die jetzigen Bestimmungen in dem bestehenden Recht für genügend.

Vorsitzender: Die Frage ist sehr streitig. Für Obligationen läßt die Haftung sich schwer konstruiren; bei Aktien besteht eine Verantwortung gegenüber der Gesellschaft.

Sachv. **Salomon:** Mir scheint zwischen dem, der die Aktien auflegt, und dem ersten Erwerber eine vollständige Verantwortungspflicht des Ersteren zu bestehen, allerdings dem zweiten Erwerber sind wohl keine Rechte aus dem Prospekt ohne Weiteres zustehend. Das würde ich auch insofern für bedenklich halten, als Jemand in späterer Zeit kaufen könnte, um eine Haftbarmachung zu begründen. Es wäre wünschenswerth für beide Theile, für denjenigen, der sich verantworten soll sowohl, als für denjenigen, der die Verantwortlichkeit in Anspruch nimmt, ganz feste Rechtsnormen festzustellen.

Vorsitzender: Es ist schwer festzustellen, wie weit die Verantwortlichkeit sich zu erstrecken hat, nur auf den dolus oder auf die Verletzung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns bei der Prüfung des Inhalts eines Prospekts. Sie würden auch Innehaltung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns verlangen?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte die Frage an den Herrn Sachverständigen richten, ob es nicht zweckmäßig ist, um die Verantwortlichkeit äußerlich erkennbar zu machen, zu verlangen, daß die Prospekte

durch die Emissionshäuser zu unterschreiben sind. Es ist jetzt nicht der Fall. Wie jetzt operirt wird, ist die Sache so, daß eine Privatperson den Prospekt unterschreibt oder der Finanzminister des betreffenden Staates, und daß das emittirende Haus sich auf die Angaben des Prospekts beruft. Der Herr Sachverständige wünscht eine Prüfung der Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben des Prospekts mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns. Ich möchte fragen, ob es nicht zweckmäßig ist, dies äußerlich erkennbar zu machen.

Sachv. **Salomon:** Wir verlangen jetzt schon die Unterschrift, auch in den Zeitungen. Wir unterziehen uns der Prüfung der Prospekte, wenn wir eigenhändig unterschriebene Prospekte bekommen, und wenn die einführende Firma in solcher Weise den Prospekt unterzeichnet. Es wird besonders darauf gehalten, daß wir den Inhalt der Nachschrift, wie sie in den Zeitungen veröffentlicht wird, prüfen, ob auch durch den Text der Nachschrift eine Verantwortlichkeit für die einführende Firma konstituirt wird.

Vorsitzender: Diese Frage handelt nicht von den Prospekten, die für die Zulassung an der Börse verlangt werden, sondern von den öffentlichen Ankündigungen, welche die Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs über Aktien voraussetzen. Diejenige Firma, die Papiere in den Verkehr bringt, soll hiernach in gewissem Grade haften. Wir fragen nun: Empfiehlt es sich die Verantwortlichkeit auszudehnen? An sich ist gesetzlich ein Prospekt nicht nothwendig. Unser Aktiengesetz, so wenig wie das Obligationenrecht verlangen für die Einführung in den Verkehr, daß Prospekte veröffentlicht werden; thatsächlich geschieht es aber meist, und nun fragt es sich, soll man eventuell eine weitergehende Verantwortlichkeit festsetzen, als die nach dem bisherigen Recht bestehende, und da meinen Sie, man soll sowohl für Obligationen als für Aktien eine Verantwortung einführen in der Weise, daß der Einführende für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns bei der Prüfung der Richtigkeit und Vollständigkeit der in dem Prospekt enthaltenen Angaben hafte?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Mir scheint ein Mißverständniß vorzuliegen. Die anderen Herren Sachverständigen haben ausnahmslos mitgetheilt, daß in den weitaus meisten Fällen jetzt das Emissionshaus eine Verantwortlichkeit nicht übernimmt für den Inhalt des Prospektes, sondern daß das Emissionshaus nur die Verantwortlichkeit dafür übernimmt, daß, um bei dem praktischen Beispiel der Norther-Pacific-Eisenbahn zu bleiben, Herr Villars die und die Erklärung abgegeben hat, während Sie, Herr Sachverständiger, ausdrücklich sagten, Sie machten es sich in Ihrer Stellung zur Aufgabe, auch zu prüfen, ob die Erklärung des Emissionshauses derartig ist, daß man daraus entnehmen kann, es trage die Verantwortlichkeit für den Inhalt des Prospekts. Habe ich Sie richtig verstanden?

Sachv. **Salomon:** Ich habe eigentlich etwas mehr gesagt als ich sagen wollte. Ich habe natürlich nur sagen wollen, daß der Betreffende nur die Verantwortlichkeit dafür trägt, daß er später nachzuweisen hat, daß in glaubhafter Weise und so, daß er es zu glauben gebunden war, die Sachen ihm mitgetheilt worden sind. Er kann nicht die Verantwortlichkeit dafür übernehmen, daß etwa ein auswärtiger Finanzminister falsche Erklärungen oder Versprechungen gegeben hat. In dieser Beziehung habe ich wohl mehr gesagt, als meine Meinung war.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es ist schon vorgestern darauf hingewiesen worden, daß die

Art der Unterzeichnung des Prospekts, ob z. B. die emittirende Regierung oder das emittirende Haus unterzeichnet, materiell oft von geringem Belang ist, weil der Prospekt, welchen auch eventuell das emittirende Haus unterzeichnet, eben einen Passus nach der Richtung enthalten kann, daß es heißt: In dem Uebernahmevertrag zwischen der Regierung und dem Hause ist das und das bestimmt, so daß auch das unterzeichnende Haus nichts anderes sagt, als es reproduzirt die Bedingungen, welche zwischen ihm und der Regierung aufgestellt worden sind. Ich frage den Herrn Sachverständigen, ob nicht unter diesen Verhältnissen das Publikum bei dem jetzigen Modus mehr darüber belehrt wird, was eigentlich in die Verantwortlichkeit eines Jeden fällt, als wenn vielleicht dadurch, daß das emittirende Haus unterschreibt, es den Anschein haben könnte, als ob es eine ganz besondere Verantwortlichkeit noch für alle Angaben übernehme. Ich möchte also fragen, ob nicht das jetzige Verfahren vorzuziehen ist. Ich möchte noch aufklärend bemerken, daß das, was der Herr Sachverständige vom jetzigen Unterschreiben des emittirenden Hauses gesagt hat, so zu verstehen ist, daß zunächst der seitens der Regierung oder der Stadtgemeinde oder wer es nun ist, unterschriebene Prospekt kommt und dann meist nach einem Strich oder auch ohne Strich eine Nachschrift: Auf Grund des vorstehenden Prospekts führen wir die Aktien oder die Obligationen zu den und den Bedingungen an der Börse ein. So ist vielfach der jetzige Hergang. Ich möchte also noch einmal die Frage an den Sachverständigen mir erlauben, ob er nicht der Ansicht wäre, daß es vielleicht gerade zur größeren Deutlichkeit für das Publikum sich empfiehlt, das jetzige Verfahren beizubehalten, worin recht scharf ausgesprochen ist: inwieweit bringt der Prospekt Angaben, welche thatsächlich und im Wesentlichen der Verantwortlichkeit desjenigen unterliegen, welcher die Anleihe negozirt oder der Gesellschaft, die die Schuld kontrahirt.

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Ansicht und meine Kollegen sind, soviel ich weiß, auch derselben Ansicht, daß diese Form der Nachschrift „auf Grund des vorstehenden Prospekts" die Verantwortlichkeit, die wir für nothwendig halten, konstituirt, daß also eine andere Art der Nachschrift nicht nothwendig ist.

Vorsitzender: Wir haben in diesen Tagen ein Beispiel an einer ausländischen Anleihe. Da ist im Prospekte das vorangeschickt, was die Eigenschaften der Obligationen betrifft, die Lage des emittirenden Staats, die Umstände, welche zur Emission geführt haben, die Zwecke der neuen Anleihe. Alles dies ist nicht von dem emittirenden Hause unterschrieben, sondern meines Wissens von dem Finanzminister. Demnächst folgt die Aufforderung zu zeichnen. Das ist die gewöhnliche Form. § 13 der Börsenordnung bestimmt nicht, in wieweit die Unterschrift des Antrag stellenden Hauses gehen soll, es heißt nur: „Das Börsenkommissariat darf den Handel in einem bestimmten Effekt den vereideten Maklern nur dann gestatten, wenn in einer von ihm hinreichend befundenen Weise die für die Beurtheilung des Effekts wichtigen Angaben seitens der hiesigen einführenden Firma durch Aushang an der Börse und Insertion in Berliner Zeitungen bekannt gemacht worden sind." Die Form ist im Uebrigen nicht bestimmt. Vorher wurde gesagt, man verlange eine Unterschrift. Wie weit gehen Sie nun in dieser Hinsicht?

Sachv. **Salomon:** Wir verlangen eine Subskriptionsunterschrift, aus der die Bezugnahme auf den vorstehenden Prospekt deutlich ersichtlich ist. Mit der Bezugnahme wird das Recht konstituirt, daß die einführende Firma ver-

antwortlich ist dafür, daß z. B. der betreffende Finanzminister auch wirklich unterschrieben hat und daß in den Angaben, die der Prospekt enthält, nicht etwas enthalten ist, was sie selbst anders oder besser wissen mußte oder wissen konnte.

Vorsitzender: Nach Ihrer eigenen Erklärung verlangen Sie nur die Unterschrift unter der Aufforderung zur Subskription.

Sachv. **Salomon:** Die öffentliche Bekanntmachung und der Prospekt, der an der Börse ausgehängt wird, müssen die Unterschrift des Finanzministers oder der Aktiengesellschaft und einen Nachsatz mit der Unterschrift der einführenden Firma tragen, aus dem hervorgeht, daß die Unterschriften in Konnex zu setzen sind.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es liegen hier verschiedene Auffassungen zwischen Ihnen und den Vertretern der Emissionshäuser über das Maß der Verantwortlichkeit vor, und die Vertreter der Emissionshäuser haben erklärt, sie legten auf die Art der Unterzeichnung einen großen Werth. Diese meinten, sie referirten zunächst nur die materielle Erklärung über die Lage des Unternehmens, welche gegeben und unterzeichnet wäre von dem Anleiheschuldner oder von dem diesen vertretenden Minister, und wenn sie hierauf erklärten: auf Grund dieser Erklärung fordern wir hiermit zur Subskription auf, so wollten sie für das Kaufgeschäft, daß sie offeriren und eingehen, kein anderes Diktum übernehmen, abgesehen von rein äußerlichen Dingen, nur daß die Titres den Namen haben u. s. w., als daß der betreffende Anleiheschuldner dies erklärt habe, und ich möchte glauben, daß diese Auffassung bei dieser Prozedur auch die richtige ist. Danach würde der Satz, von dem Sie ausgingen, daß heute schon eine Verpflichtung für bestimmte Eigenschaften aus dem Kaufe bestehe, materiell wenigstens unerheblich sein, denn es ist blos eine Verpflichtung für das rein Aeußerliche und keine Verpflichtung für das, worauf es bei der Lage des Unternehmens allein ankommt, es wäre eben materiell keine erhebliche Verpflichtung des Verkäufers. Was nun aber die andere Frage anbelangt, wenn nun in dieser Beziehung die Theilung aufgehoben würde und der ganze Prospekt zu gleicher Zeit von dem Minister und den Emittenten unterschrieben wäre, so würde ja natürlich der bereits von Herrn Kommerzienrath Mendelssohn geltend gemachte Gesichtspunkt erheblich sein, daß es auf den äußeren Unterschied nicht ankommt, wenn innerhalb des Prospektes das, was gesagt wird, unter die Personen vertheilt wird, wenn also gesagt wird: ich der Finanzminister versichere das, und ich, der Emittent, versichere, daß das der Finanzminister versichert hat, und ich versichere weiter, daß das Papier da und da gezahlt wird. Nun ist eine andere Frage, ob aus der Thatsache des Emittirens eine Verantwortlichkeit, auch wenn man sich so verwahrt, dem Publikum gegenüber in dem Sinne entsteht, daß die Thatsachen, die angegeben sind, auch wenn man sie nicht selbst garantirt, auch wenn man nicht als Verkäufer für sie einsteht, doch wenigstens mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns geprüft sind. Fasse ich es recht auf, daß Sie meinen, daß, sofern ein derartiger Satz heute noch nicht unbestritten besteht, und er besteht zum mindesten nicht unbestritten, er dann durch die Gesetzgebung ausgesprochen werden könnte? Dagegen haben sich aber die Emissionshäuser ganz ausdrücklich verwahrt, sie haben gesagt: wir können nur für den dolus haften, denn wir können in die Interna der ausländischen Anleihen nicht eindringen, Sie aber scheinen der Meinung zu sein, daß eine so weit gehende Verpflichtung bestehen müßte.

Vorsitzender: Einer von den kaufmännischen Sachverständigen, der zugleich juristisch vorgebildet ist, war für die Verantwortlichkeit bis zur culpa.

Sachv. **Salomon:** Ich kenne die Grenzen der betreffenden juristischen Begriffe nicht so genau, um culpa lata oder Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns so auseinanderzuhalten, daß ich sagen kann: das geht so weit oder über diese Grenze. Ich bin der Meinung, daß eine materielle Verantwortlichkeit für den Inhalt des Prospektes zum Theil bestehen sollte, und wie ich im Eingange bemerkt habe, geht mein Votum dahin, daß ich sage, es soll eine Verantwortlichkeit nicht blos für die Aktien, sondern für andere Papiere auch in dem Sinne eingeführt werden, falls sie nicht schon besteht — dieser Meinung bin ich eigentlich gewesen — daß, wenn grobe Versehen geschehen, die Betreffenden das verantworten, was ihnen zu ermitteln möglich gewesen ist. Sie können für falsche Budgets, die ausländische Staaten veröffentlichen, oder für falsche Darstellungen der Vermögenslage, soweit sie nicht Mittel hatten, sich vom Gegentheil zu überzeugen, nicht haftbar gemacht werden. Ich würde mein Votum, nachdem mir dieser Ausdruck nahe gelegt worden ist, auf culpa lata reduziren, wenn ich damit etwas anderes sage, als Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns.

Vorsitzender: Sie wollen die Haftung nicht reduziren auf die Thatsache, daß der fremde Finanzminister oder das Organ des emittirenden Instituts im Auslande etwas ausgesprochen hat, sondern das Emissionshaus soll sich kümmern um die Richtigkeit und Vollständigkeit; grobe Versehen sollen vermieden sein?

Sachv. **Schinckel:** Ich meine, daß die Verantwortlichkeit nicht dahin verschärft werden darf, daß die Emissionshäuser weiter haften, als sie heute haften und das thun sie meiner Ansicht nach insofern, daß sie nach ihrem besten Wissen die Daten, die in dem ersten Theile des Prospektes enthalten sind, als richtig bezeichnen. Ich fasse die Unterschrift des Emissionshauses dahin auf, daß sie eine Beglaubigung des Prospektes ist, und so wenig der Notar, der etwas beglaubigt, für den Inhalt weiter verantwortlich ist, halte ich auch ein Emissionshaus nicht für weiter verantwortlich. Es wird der vordere Theil des Prospektes eine Menge Gegenstände enthalten, von denen das Emissionshaus niemals sagen kann: das konnte ich nicht wissen, sondern viele der Sachen mußte das Emissionshaus wissen, die Ausstattung der Anleihe u. s. w. Er wird aber ferner Punkte enthalten, von denen das Emissionshaus sagt: indem ich diesen Prospekt unterzeichne, bekunde ich, daß ich glaube, daß das richtig ist, was der Finanzminister in dem vorderen Theile erklärt. Darüber hinausgehend möchte ich die Verantwortlichkeit nicht verschärft sehen, denn die einzige praktische Folge würde sein, daß gerade der bessere Theil der Emissionshäuser davon abstehen würde, für den äußerst geringfügigen Nutzen, den sie bei dem Emissionsgeschäft haben, Prospekte ferner zu unterzeichnen, die Folge würde sein, daß entweder das Emissionsgeschäft in weniger zuverlässige Hände kommen oder aber — das ist der Fall, den ich für den allerschädlichsten und schlimmsten halte — daß man überhaupt von Prospekten absehen und die Papiere aus freier Hand an den Markt bringen würde ohne Prospekt, ohne Notiz. Das ist das, was ich für das allergefährlichste halte. Ich glaube, daß man von einer weiter gehenden Verschärfung der Verantwortlichkeit der Emissionshäuser aus diesem praktischen Gesichtspunkt absehen sollte.

Vorsitzender: Vortheile und Nachtheile stehen ja immer sich gegenüber! Wenn z. B. von den kleinen süd-

amerikanischen Republiken Anleihen ausgegeben werden, soll dann ein europäisches Haus darauf, was der Finanzminister eines solchen Landes, der nach 4 Wochen vielleicht nicht mehr Finanzminister ist, sagt, sich verlassen dürfen, oder muß das Haus etwas näher die Verhältnisse des Staates prüfen, wenn es sich nicht dem Vorwurfe des Leichtsinnes aussetzen soll?

Sachv. **Schinckel:** Das Budget wird veröffentlicht, der Finanzminister des kleinen südamerikanischen Staates muß es beglaubigt eingesendet haben, was für eine bessere Information kann das Emissionshaus bekommen, wie viel das Budget werth ist?

Vorsitzender: Das Publikum sieht die Sache so an: wenn ein anständiges Haus eine Anleihe emittirt, so wird es sich von deren Solidität überzeugt haben.

Sachv. **Schinckel:** Das ist eine Frage der Kritik, der Bonität.

Vorsitzender: Sie können sich doch denken, daß grobe Irrthümer begangen sind bei den Thatsachen, die im Prospekt angegeben sind. Da können grobe Versehen vorkommen, wie z. B. falsche Behauptungen über das Zustandekommen der Anleihe. Wenn Sie sich einen Finanzminister eines solchen Staates denken, der die konstitutionellen Formen nicht beobachtet hat, so daß nachher keine Ansprüche gegen den Staat erhoben werden können, wollen Sie da dem Emissionshause keine Verantwortlichkeit beimessen?

Sachv. **Schinckel:** Da braucht man nicht nach Südamerika zu gehen, so etwas hat meine Bank mit der Stadt Ottensen in der unmittelbaren Nähe erlebt. Es hat sich herausgestellt, daß eine Anleihe ausgegeben war, über welche ein großer Streit bestand, ob die Stadt von der Regierungsautorität befugt sei, sie auszugeben. Meine Bank hatte keinen Anlaß anzunehmen, daß die Stadtverwaltung von Ottensen in dieser Beziehung ihr falsche Angaben machen würde. Ich glaube kaum, daß soweit die Thätigkeit eines Emissionshauses gehen könnte.

Vorsitzender: Ottensen war ein Dorf und ist jetzt Hamburg inkorporirt?

Sachv. **Schinckel:** Es war damals schon eine Stadt, die Papiere mit gutem Kredit verkaufen konnte. Ich würde nachweisen müssen, wenn ich angefaßt werde, daß ich allen Grund hatte zu glauben, was in diesem Prospekt gesagt war. Ich würde, um auf die südamerikanischen Staaten zurückzukommen, mich gewiß nicht beruhigen, wenn der Finanzminister von San-Domingo mit mir in Verbindung träte und mir das Budget einschickte, sondern die Vermittelung eines respektablen dortigen Hauses zur Einziehung der Details mich bedienen, damit mir nicht der Vorwurf gemacht wird: wie konntest Du ohne Weiteres glauben, was Dir dieser Finanzminister gesagt hat?

Vorsitzender: Der Notar hat nur dafür zu bürgen, daß der Erklärende derjenige wirklich ist, für den er sich ausgiebt, daß die Unterschrift echt ist. Sie wollen aber mehr?

Sachv. **Schinckel:** Ich sage, ich will durch die Unterschrift des Emissionshauses bekunden, daß ich nach bestem Wissen das geglaubt habe, was darin steht.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich wollte fragen, ist nicht die beste Garantie des Publikums im Allgemeinen der Emissionskredit des emittirenden Hauses? Ich meine, wird nicht jedes respektable Haus, das Emissionen macht, vor Allem seinen Emissionskredit

aufrecht zu erhalten suchen, wird es nicht mit allen Kräften darauf sehen, daß derselbe keine Einbuße erleide? wobei ich freilich bemerke: Irrthümer sind nicht ausgeschlossen, errare humanum est. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht der Ansicht ist, daß die Hochhaltung des Emissionskredits dem Publikum gegenüber der beste Schutz ist, und daß, unter Vorbehalt eines Irrthums, das betreffende Emissionshaus gewiß von selbst alles thun wird, was es kann, um die Interessen des Publikums zu wahren.

Sachv. **Schinckel:** Das ist meine Ansicht, ich habe die Befürchtung ausgesprochen, daß das Emissionsgeschäft in unsolide Hände kommen würde. Man könnte eine Verantwortlichkeit zu begründen versuchen, wenn nachgewiesen werden könnte, daß ich es besser hätte wissen müssen.

Vorsitzender: Sie gehen über zum „besser wissen müssen". Das würde schon in das Gebiet der culpa lata fallen.

Sachv. **Schröter:** Mir liegt das im Ganzen fern, so etwas kommt bei unserer Börse nicht vor. Mir ist es aber höchst zweifelhaft, ob dieser Paragraph ausgedehnt werden soll, wie der Strafparagraph in dem Aktiengesetz. Ich bin eigentlich der Ansicht gewesen, daß das nicht geschehen sollte. Die Angaben, die von Aktiengesellschaften gemacht werden, werden genau gekannt, dagegen für fremde Papiere eine Verantwortlichkeit seitens der Emittenten zu verlangen, scheint mir zu weit zu gehen. Es ist das des Längeren auseinandergesetzt worden von den Herren, welche mehr damit zu thun haben. Ich glaube, daß es bei dem bisherigen Zustande bleiben kann, daß das Publikum sich vorsehen muß. Die besten Häuser haben die Argentinier empfohlen und eingeführt, es ist nicht anders, das Publikum muß sich eben zu schützen wissen. Wenn die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns oder culpa lata angenommen wird, so wird die Sache so gefährlich werden, daß nicht leicht sich Emittenten finden werden außer bei ganz sicheren Papieren.

Sachv. **Finck:** Ich würde eine Verschärfung der Bestimmungen durch Gesetz für sehr gefährlich halten aus demselben Hauptgrunde, den der Herr Sachverständige aus Hamburg angeführt hat. Es würden achtbare Firmen, die auf Ehre und Namen etwas halten, sich kaum entschließen können, ihre Unterschrift herzugeben, und es ist zu besorgen, daß dann dieses Geschäft gerade in Hände gelangen würde, die es weniger ernst nehmen, weil sie weniger zu verlieren haben.

Sachv. **Metzler:** Ich spreche mich auch gegen eine Verschärfung aus.

Sachv. **Volkmar:** Ich halte den jetzigen Zustand für sehr bedenklich. Danach stellt sich die Sache so, daß das Emissionshaus lediglich als Bevollmächtigter haftet, d. h. gar nicht, außer für Arglist. Nun sehe ich nicht ab, warum man nicht etwas mehr einführen soll. Wir sind einig, daß, wenn ein Bankier ein Papier seinen Kunden empfiehlt, er mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns haftet, und was ist die Emission eigentlich weiter als eine derartige Empfehlung? Wenn man den Emittenten ebenfalls haften läßt mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns, so ist das nicht eine so scharfe Haftung, wie es vielleicht auf dem ersten Blick scheint. Denn wenn dem Emissionshause von dem betreffenden Minister desjenigen Staates, dessen Anleihe es auflegt, die Urkunden mitgetheilt worden sind, mit denen es den Prospekt begleitet, so wird dasselbe, wenn keine Veranlassung zu Mißtrauen vorliegt,

keine weiteren Nachforschungen vorzunehmen haben. Die Herren sagen, daß es unter Umständen nicht möglich wäre, sich bessere Information zu verschaffen, als diejenige, die sie von der betreffenden Regierung empfingen. Das mag richtig sein und im konkreten Fall das Emissionshaus schützen. Aber wir haben mehrfach schwindelhafte Prospekte gesehen, bei denen es ganz offenbar war, daß die Leute unter einer Decke mit den eigentlichen Interessenten steckten, wenn es auch äußerst schwer nachzuweisen war. Diesen Leuten wäre leicht beizukommen, wenn von ihnen die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns verlangt wird. Sie hafteu, sofern sich herausstellt, daß sie bei geringer Mühe und Nachforschung Bedenken gegen die Richtigkeit des von ihnen publizirten Prospekts haben mußten. Wir haben es eigentlich nur zu thun mit einer Abwehr und Hilfe gegen den Schwindel, für diesen ist es jetzt ungeheuer bequem. Ich möchte mich daher dafür aussprechen, daß die Bestimmungen verschärft werden.

Vorsitzender: Würden Sie nur dem ersten Zeichner oder auch dem späteren Erwerber das Recht zugestehen, wenn er einen Schaden nachweisen kann, gegen das Emissionshaus vorzugehen?

Sachv. **Volkmar:** Es haftet bei der Emission mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns, d. h. es muß, wenn sich herausgestellt hat, daß das alles unrichtig war, was in dem Prospekte stand, jedem gegenüber haften. Wir haben es öfters gehabt, daß in dem Prospekt versichert wurde, es wäre eine Dividende von so und so viel Prozent bezahlt, sie konnte aber nur bezahlt werden auf Grund von Dingen, die unrichtig waren und die bei Prüfung der betreffenden Bilanzen auch leicht als unrichtig zu erkennen waren. Die Haftung auch dem späteren Erwerber gegenüber scheint mir erforderlich.

Vorsitzender: Auch dem späteren Erwerber gegenüber? Der Emittent steht freilich nur mit dem ersten Zeichner im Kontraktverhältniß.

Sachv. **Volkmar:** Die Analogie der Empfehlung würde ich auch hier Platz greifen lassen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte mir erlauben, den Herrn Sachverständigen darauf aufmerksam zu machen, daß in der Veröffentlichung des Prospektes seitens des Emissionshauses keineswegs eine Empfehlung liegt — ich möchte das besonders deutlich hervorheben —, es liegt weiter nichts darin, als das Emissionshaus setzt die Verhältnisse in dem Prospekt auseinander, welche für die Beurtheilung des Papiers maßgebend sind, und stellt im übrigen anheim, ob einer das Papier kaufen will. Daß darin eine Empfehlung irgend einer Art seitens des emittirenden Hauses liegt, möchte ich bestreiten. Ich möchte glauben, daß der Herr Sachverständige in dieser Beziehung etwas zu weit gegangen ist.

Sachv. **Volkmar:** Ich habe die Empfehlung nur als Analogie herangezogen. Im übrigen ist ein solides Emissionshaus nach meiner Ansicht vollständig gedeckt, es wird Papiere nur dann emittiren, wenn es sich von der Richtigkeit des Prospekts, soweit es zur Nachprüfung im Stande, überzeugt hat.

Vorsitzender: Bei der Empfehlung ist es nach der allgemeinen Rechtslehre streitig, ob ein Vertragsverhältniß begründet wird, und da sagt das Handelsrecht, die kaufmännische Empfehlung ist ein kontraktähnliches Verhältniß, aus welchem eine Verantwortlichkeit entspringt. Nach dieser Analogie hat Herr Volkmar einen Rechtssatz konstruiren wollen, wonach die Emittenten quasi aus Em-

pfehlung haften, weil das Publikum es so auffaßt, daß ein Haus, welches ein Papier emittirt, auch ein Papier empfiehlt.

Sachv. **Munk:** Ich möchte die Haftung der Emissionshäuser weniger als eine civilrechtliche ansehen, als vielmehr als eine auf öffentlich rechtlicher Verpflichtung beruhende, und möchte eine Ausdehnung dieser Vorschrift befürworten. Es liegt keine Veranlassung vor, eine Unterscheidung zu machen zwischen Aktien und anderen Papieren, die auf den Markt kommen; wenn man es als eine öffentlich rechtliche Verpflichtung ansieht, so handelt es sich um eine Verpflichtung, die allgemein erfüllt werden muß. Die Unterscheidung zwischen culpa lata und Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns würde praktisch wenig brauchbar sein. Im allgemeinen muß man davon ausgehen, daß die Sorgfalt geübt werden muß, die man von einem ordentlichen Geschäftsmann überhaupt fordert, und wenn hier das Beispiel angeführt worden ist von einer südamerikanischen Republik und dem Minister einer solchen, so würde meines Erachtens aller Wahrscheinlichkeit nach die Haftung darauf erstreckt werden, daß der Betreffende diejenige Prüfung angewendet hat, die ein ordentlicher Geschäftsmann auch einem solchen Manne gegenüber anzuwenden pflegt. Wenn er Grund hatte, Zweifel zu hegen, dessen Angaben näher zu prüfen, so mußte er meines Erachtens diese Prüfung vornehmen. Ich sehe nicht ein, warum zwischen Aktien und anderen Papieren unterschieden werden soll.

Vorsitzender: Wenn Sie eine öffentlich rechtliche Verpflichtung statuiren, so würden Sie um so weniger Bedenken tragen, die Verpflichtung auf die Haftung gegenüber dem späteren Erwerber auszudehnen?

Sachv. **Munk:** Das würde ich ohne Weiteres folgern, daß auch dem künftigen Erwerber gegenüber die Haftung eintritt.

Professor Dr. **Cohn:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er die Unterscheidung, welche von Herrn Kommerzienrath Mendelssohn mit Nachdruck hervorgehoben worden ist, in irgend einer Weise aufrecht erhält, nämlich die Unterscheidung zwischen Empfehlung und Anbietung, ob er nicht meint, daß jeder Kaufmann, was er anbietet, auch empfiehlt, ob diejenige Form, in welcher angeboten wird — die ungeheuren Lettern, das ganze Rüstzeug der Reklame — keine Empfehlung sein sollte. Wenn das keine Empfehlung ist, so weiß ich nicht, was sonst Empfehlung ist.

Sachv. **Munk:** Ich möchte meinen, daß in einem solchen Prospekt unter Umständen eine Empfehlung gefunden werden kann, nur mit Nothwendigkeit ist sie nicht ohne Weiteres anzunehmen, denn er kann sich beschränken auf bloße Berichterstattung über Thatsachen, die sonst bekannt sind und die nur mitgetheilt werden. Der Emittent haftet nicht anders, als ein Verkäufer, der eine gewisse Eigenschaft gewährleistet, und es würde aus dem Ganzen zu entnehmen sein, ob er die Absicht hatte, die Gewähr zu übernehmen. Wenn er die Absicht nicht hat, so würde er nicht haftbar sein, eine Empfehlung würde dann wahrscheinlicherweise auch nicht vorliegen. Eine Haftung aus der Empfehlung kann nur eintreten, wenn diese in arglistiger Weise erfolgt, oder wenn sonst ein Rechtsverhältniß besteht, vermöge dessen der Empfehlende zur Sorgfalt verpflichtet ist. Wenn ein derartiges Rechtsverhältniß zwischen dem Emissionshause und dem Zeichner nicht besteht, so wird im Allgemeinen die Haftung nicht eintreten. Ich möchte meinen, nur wenn eine öffentlich

rechtliche Verpflichtung konstituirt würde, so würde auch die Haftung civilrechtlich begründet werden können.

Vorsitzender: Juristisch würden Sie eine Emission also nicht für eine Empfehlung halten; es kann damit nach Ihrer Meinung nur Hand in Hand ein Verhalten gehen, aus dem man eine etwas weiter gehende Verantwortlichkeit entnehmen kann, als man sonst beim Verkauf einer Waare annimmt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, Sie wollen die Verantwortlichkeit des Aktiengesetzes ausdehnen oder, um mich besser auszudrücken, Sie wollen die Verantwortlichkeit schaffen in einer gewissen Anlehnung an die Verantwortlichkeit im Aktiengesetze. Nun deckt sich das in den verschiedensten Richtungen nicht. Einmal würde diese Verantwortlichkeit, die Sie wollen, auch für Aktien über das hinausgehen, was bisher bereits besteht, denn der betreffende Artikel hat mit der Frage, ob über das Unternehmen von dem Emittenten bestimmte Thatsachen in einem Prospekte veröffentlicht worden sind, nichts zu thun, sondern er bestimmt nur die Verpflichtung von Leuten, die emittiren wollen, was sie thun und prüfen sollen, ehe sie sich entschließen, die Emission vorzunehmen, so daß sie sie eventuell zur Vermeidung der Verantwortung unterlassen müssen. Hier handelt es sich aber darum, für bestimmte Thatsachen, die entweder dem Publikum oder dem Börsenkommissariate zum Zwecke der Zulassung mitzutheilen sind, nach gewisser Richtung zu haften. Es wird sehr schwierig sein, eine solche Verantwortlichkeit, soweit sie Aktien betrifft, in ein richtiges Verhältniß zu setzen zu der Verantwortlichkeit, die gegen die Aktiengesellschaft schon besteht. Man würde sagen, mein Gott, eine doppelte Verantwortlichkeit: einmal soll ich der Aktiengesellschaft haften, dann soll ich aber auch dem Publikum haften. Wie denken Sie sich diesen Fall?

Sachv. **Munck:** Die Haftung gegenüber der Aktiengesellschaft beruht doch meines Erachtens auf dem Vertrage, der zwischen den Emittenten und der Aktiengesellschaft bezüglich der Ausgabe der Aktien geschlossen ist, die Verpflichtung, die ich im Auge habe, beruht mehr auf der Thatsache, daß jemand Papiere an den öffentlichen Markt bringt und so das Publikum zum Eingehen von Geschäften in bestimmten Papieren verleitet, und da möchte ich meinen, das ist ein besonderes Rechtsgeschäft, welches er vornimmt. Wie es juristisch zu konstruiren ist, darüber möchte ich vorläufig meine Meinung zurückhalten, ich möchte aber meinen, daß es sich wohl empfiehlt, eine öffentlich rechtliche Verpflichtung bezüglich derartiger Geschäfte zu konstituiren, wodurch eine Verpflichtung bezüglich des Emittenten und bezüglich desjenigen, der den Prospekt veröffentlicht, dem Publikum gegenüber entsteht. Daraus würde weiter die civilrechtliche Haftung zu folgern sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie gehen aber davon aus, daß es für die Verantwortlichkeit nicht auf die Veröffentlichung des Prospektes allein ankommen könne und wenn kein Prospekt ausgegeben wird, sondern einfach die Einführung des Papieres an der Börse erfolgt, würden Sie dann auch eine Verantwortlichkeit annehmen?

Sachv. **Munk:** Ich möchte auch für solche Fälle eine Verantwortlichkeit statuiren, aber es würde schwierig sein; ich habe darüber noch nicht nachgedacht, die Form zu finden, unter welcher man die Verantwortlichkeit eintreten lassen könnte. Ob, wenn Jemand einfach ein Papier an die Börse bringt, das ausreichen soll, darüber will ich vorläufig keine Meinung äußera.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Bisher muß ein Prospekt immer an der Börse aushängen zum Zwecke der Zulassung des Papiers.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte in Bestätigung dessen, was Herr Kommerzienrath Mendelssohn-Bartholdy bezüglich des Empfehlens gesagt hat, bemerken, daß auch Prospekte eingereicht werden, bei denen den Betreffenden nichts daran liegt, das Papier zu verkaufen oder zu empfehlen, sondern bei denen sie nur gewissen Verpflichtungen nachkommen; die Uebernehmer sind z. B. eine Verpflichtung zur Einführung eines Papiers an der Börse eingegangen, wobei ihnen nichts daran liegt, die Papiere zu verkaufen. In diesem Falle ist eine Empfehlung seitens des Betreffenden nicht vorliegend.

Professor Dr. **Cohn:** Das sind wohl seltene Ausnahmefälle. Wie erklärt sich das?

Sachv. **Salomon:** Es erklärt sich daraus, das ihnen nichts daran liegt, das Papier zu verkaufen. In dem Falle der Schöneberg-Friedenauer Gesellschaft haben einzelne der Betreffenden privatim erklärt: durch Konsortialvertrag verpflichteten wir uns das Papier an die Börse zu bringen, möchten es aber viel lieber behalten.

Professor Dr. **Schmoller:** Aus der Aussage des Herrn Sachverständigen scheint mir e contrario zu folgen, daß in jedem Falle, wo eine Absicht des Verkaufes vorliegt, eine Empfehlung im Prospekt liegt. Damit wäre zugegeben, was wir sagen.

Sachv. **Salomon:** Es kommt nicht auf den Prospekt an sich, es kommt auf den Inhalt des Prospektes an, darauf, was der Wortlaut des Prospektes sagt. Wenn in dem Prospekt in keiner Weise eine besondere Empfehlung gemacht wird, so ist eine solche auch darin nicht enthalten, sondern nur dasjenige erfüllt, wozu der Betreffende verpflichtet ist, nämlich die Kursnotirung an der Börse unter Einhaltung der üblichen Formalitäten herbeizuführen.

Professor Dr. **Cohn:** In einem solchen Fall würde die Verantwortung eine viel sprödere sein.

Sachv. **Salomon:** Das kann eintreten, es bleibt den Betreffenden überlassen, mehr oder weniger die Sache zu empfehlen.

Kammerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich glaube, daß, wenn ein Prospekt ein Papier empfiehlt, kein Zweifel sein kann, daß in der That auch eine Empfehlung des Emissionshauses vorliegt. Wenn die Herren aber meinen, daß in jedem Prospekt eine Empfehlung des Papiers enthalten ist, so werden Sie, wenn Sie die Freundlichkeit haben, die Sache näher anzusehen, finden, daß in dem Wortlaut der Prospekte eine Empfehlung absolut nicht liegen muß. Durch die Anzeige, welche einfach lautet: Die Subskription findet an dem und dem Tage statt, worin nicht gesagt wird, wir laden zur Zeichnung ein, wie einige Herren dies angenommen haben, sondern wo es, wie ich wiederhole, nach der Formel in dem Prospekte, den ich im Auge habe — diese wird in fast allen Prospekten zur Anwendung kommen — lediglich heißt: die Subskription findet an dem und dem Tage statt, wird faktisch dem Publikum nur eine Notiz gegeben. Ich gebe anheim, ob die Herren, welche abweichender Ansicht sind, eine Anzahl Prospekte durchlesen wollen und ob sie nicht dann finden werden, daß Abweichungen in dieser Beziehung, wenn überhaupt, nur höchst selten vorgekommen sind.

Sachv. **Schinckel:** Ich wollte als Vertreter eines Emissionshauses sagen, daß ich in dem Prospekt absolut

keine Empfehlung sehen kann. Praktisch verhält sich die Sache so. Wenn meine Bank einen Prospekt veröffentlicht, und es kommt jemand und fragt: empfehlen Sie dieses Papier? so sage ich mit kühlem Muthe dem Einem ja, dem anderen nein, denn was sich für den Einen empfiehlt, empfiehlt sich für den Anderen nicht. Wenn ein kleiner Rentier überseeische Papiere mit hoher Verzinsung kaufen will, so werde ich immer nein sagen, denn ich bin der Meinung, daß es sich für einen solchen immer nicht paßt, einem anderen Kunden aber werde ich sie mit gutem Gewissen empfehlen können.

In der Prospektveröffentlichung an sich liegt nach meiner Ansicht keine Empfehlung.

Graf **Arnim:** Ich möchte fragen, ob dem Herrn Sachverständigen bekannt ist, daß Emissionshäuser sogar für Prospekte, die möglichst dunkel und unklar gehalten sind, ein besonders hohes Honorar zahlen. Ich möchte zweitens fragen, ob nicht durch die Erklärung, daß die Veröffentlichung eines Prospektes nicht gleichbedeutend mit einer Empfehlung sei, das Gefühl der Verantwortlichkeit der emittirenden Häuser abgeschwächt wird, während es doch nach allen beobachteten Vorgängen wünschenswerth wäre, daß das Gefühl der Verantwortlichkeit wesentlich gestärkt wird. Es läßt sich nicht in Abrede stellen, daß, je schlechter ein Papier ist, desto größer meist die Marge zwischen dem Uebernahmekurs und dem Emissionskurs ist. Also liegt ein gewisser Anreiz für das emittirende Haus vor, relativ schlechte Papiere zu emittiren in der Hoffnung, daß sie, wenn die Emission und die Unterbringung glückt, einen größeren Gewinn versprechen. Deshalb glaube ich, daß die Ausführungen, daß keine Empfehlung vorliege, insofern bedauerlich sind, als das Publikum die Ansicht hat, daß das Bankhaus, wenn es das Papier auflegt und damit zur Subskription einladet, das Papier doch empfiehlt. Die Herren mögen sagen, was sie wollen, die öffentliche Meinung faßt es so auf, und jeder Privatmann ist dieser Ansicht, und das Privatpublikum ist es, welches zeichnet. Es kommt viel weniger auf die juristische Auffassung der Sache an, sondern darauf, ob der Laie, welcher zeichnet, die Sache als Empfehlung ansieht, und das werden die Herren zugeben müssen, daß das Publikum unter diesem Eindruck zeichnet.

Sachv. **Schinckel:** Ich will nur sagen, daß die Emission dunkler Prospekte in meiner Praxis mir nicht vorgekommen ist. Ich habe sie immer selbst gemacht und glaube, sie recht klar gemacht zu haben. Was die Empfehlung anbelangt, so ist in dem Worte „Empfehlung“ doch wieder ein Unterschied zu finden. Natürlich in gewissem Sinne, das gebe ich vollständig zu, würden wir, wenn wir eine Sache nicht für gut und empfehlenswerth hielten, unsere Namen nicht darunter schreiben, es giebt aber auch einen Sinn des Wortes „Empfehlung“, in dem eine Einwirkung auf einen Anderen liegt, und das muß getrennt werden. Wir würden gewiß ein nicht empfehlenswerthes Papier unter keinen Umständen und wenn die Marge noch so hoch wäre, mit unserer Namensunterschrift zur Emission bringen, dagegen glauben wir in den Worten unserer Prospekte niemals eine Ueberredung angewendet zu haben, und das liegt auch in dem Worte „Empfehlung“. Wenn es in diesem Sinne aufgefaßt wird, muß ich Herrn Kommerzienrath Mendelssohn-Bartholdy Recht geben. Ich finde in den Prospekten, wie sie in meiner Praxis üblich sind, nichts von Ueberredung.

Vorsitzender: So weit geht der Begriff der kaufmännischen Empfehlung nicht. Es ist keine Ueberredung, wenn man auf eine Anfrage antwortet: der Mann ist gut.

Trotzdem knüpft an eine solche Empfehlung das Handelsrecht wenigstens bei Arglist eine Haftung an. Wir streiten uns mehr über Worte.

Professor Dr. **Schmoller:** Im Ganzen ist das, was ich sagen wollte, glaube ich, durch die Aussage des Herrn Sachverständigen anerkannt. Er hat zugegeben, daß, wenn nicht in streng juristischer Hinsicht doch in moralischer in Bezug auf die öffentliche Meinung eine Empfehlung vorhanden ist. Weiter wollte ich nichts hören als ein Zugeständniß dieser Art, und ich meine, dieses Zugeständniß ist ganz selbstverständlich. Der Herr Sachverständige sagt, was er nicht für empfehlenswerth halte, führe sein Haus nicht. Also eine moralische Empfehlung liegt immer darin, wenn ein Haus seine Unterschrift unter etwas setzt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Im Anschluß an das, was Herr Graf Arnim gesagt hat, wollte ich den Herrn Sachverständigen Salomon bitten, sich darüber zu äußern, ob die in der Presse enthaltene Mittheilung, daß hier förmliche Prospektenbüreaus beständen, insbesondere das Büreau des Kommissionsraths Hausmann und anderer, die es sich gewerbsmäßig zur Aufgabe machen, Prospekte zu stilisiren, richtig ist und ob diese Prospekte nach seinen Erfahrungen durch besondere Deutlichkeit, Klarheit und genaue Präzision der Verantwortlichkeit der übernehmenden Firma oder nach umgekehrter Richtung sich auszeichnen oder nicht. In der Presse wird mitgetheilt, daß derartige Prospekte, die in diesem Büreau gemacht worden sind, zum Theil mit sehr erheblichen Beträgen, mit 5 bis 6 000 Mark bezahlt worden sind, und wenn man der Ansicht ist, daß ein klarer Prospekt sich sehr viel leichter machen läßt, als ein weniger klarer, so würde man aus der Höhe des Preises vielleicht herzuleiten sich berechtigt halten können, daß diese Prospekte nicht gerade zu den deutlichsten gehört haben.

Sachv. **Salomon:** Mir ist von Büreaus Nichts bekannt, die besonders dunkle Prospekte verfaßten. Ich weiß, daß der Kommissionsrath Hausmann eine Annoncenagentur betreibt. Außerdem ist er an der Börse und übermittelt Nachrichten, die ihm zugekommen sind, an Zeitungen. Es ist mir bekannt, daß er sich auch mit der Abfassung von Prospekten befaßt. Ich halte den Mann für einen ordentlichen und anständigen, mir ist nicht bekannt, daß er absichtlich etwas Unrechtes thäte. Man kann nicht wissen, ob die Prospekte, die eingereicht werden, von Hausmann redigirt oder kontrolirt oder revidirt sind, aber es ist mir kein Prospekt vorgekommen, bei dem wir uns hätten dadurch beeinflussen lassen, daß er von irgend Jemand besonders gemacht ist. Es ist kein Fall durchgegangen, daß etwas, was uns unklar war, nicht nachträglich klar gemacht worden wäre. Ich habe viele Fälle im Gedächtniß, in denen die Prospekte drei und vier Mal abgeändert werden mußten. Ich halte die Verdächtigungen in einzelnen Zeitungen gegen Hausmann für ungerecht.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte etwas auf das erwidern, was Herr Professor Schmoller gesagt hat, nämlich daß ich absolut nicht zugebe, daß in der Veröffentlichung einer Verkaufsanzeige, als welche ein Prospekt anzusehen ist, eine Empfehlung liegt. Es ist selbstredend, daß ein großes Haus ein neues Papier nicht zum Verkaufe bringen wird, von dem es nicht glaubt, daß die in Betracht kommenden Verhältnisse, soweit sie sich übersehen lassen, in Ordnung sind, aber die Auffassung muß ich durchaus ablehnen, daß es dadurch auch nur 1 Mark davon empfiehlt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Frage der Verantwortung gegen das Publikum ist eine der schwierigsten und streitigsten in der Theorie. Von einer individualisirten Empfehlung, wie sie diesem Rechtsbegriff, soweit er bisher rezipirt ist, entspricht, kann nicht die Rede sein, aber es läßt sich nicht leugnen, daß mehr als eine bloße Vermittelung vorliegt. Denn es liegt in der Natur der Sache, daß die Art der Einführung so vor sich gehen muß, daß der Emittent prosperirt. Ich fasse die Sache so auf: die Herren erkennen eigentlich den Kern einer Verantwortlichkeit an, aber sie fürchten sich vor den Folgen auf Grund späterer Auffassung der Gerichte, namentlich, wenn hinter derselben eine allgemeine rückläufige Tendenz steht, die leicht dazu führen könnte, die Betreffenden über das Maß, das sie wirklich verantworten können, haftbar zu machen. Ich meine, wenn es gelänge, eine Fassung zu finden, welche einerseits zwar nicht blos den bloßen Dolus fixirt, denn dieser ist schwer nachzuweisen, andererseits aber möglichst vor solchen Eventualitäten schützt, indem sie den Richter ganz besonders darauf hinweist, daß es ein Verhalten sein muß, welches dem Dolus ganz nahe kommt, so daß es gewissermaßen blos eine Art von Beweiserleichterung für den Dolus wäre, wenn ich vorschlüge, daß man das Wort „böslich" bei der Prüfung der Sache hineinsetzte, so, glaube ich, würden Sie auch die Empfindung haben, daß den Dingen richtig Rechnung getragen ist.

Sachv. **Schinckel:** Selbstverständlich.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ja, gewiß. Ich möchte darauf hinweisen, daß widersinnig wäre, anzunehmen, daß ein Haus, indem es einen Prospekt veröffentlicht, sein Giro auf das Papier setzt. Kein Haus würde ein 6prozentiges Papier mit 80 herausbringen und sein Delkredere hinzusetzen, während es seine Unterschrift zu 1 oder 2 Prozent diskontiren kann.

Professor Dr. **Cohn:** Ich glaube, materiell kommt die Unterscheidung des Herrn Kommerzienraths Mendelssohn-Bartholdy darauf hinaus: das Emissionshaus will die Vortheile der Empfehlung haben, aber nicht die Nachtheile.

Vorsitzender: Wir machen jetzt eine halbstündige Pause.

(Pause.)

Herr Kommerzienrath Mendelssohn-Bartholdy will noch zu dem letzterörterten Punkte das Wort nehmen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte auf die letzten Worte des Herrn Professors Cohn etwas noch erwidern. Er hat gewissermaßen mir meine Worte im Munde umgedreht. Ich hatte für den Fall, daß es so angesehen würde, daß das emittirende Haus sein Giro auf das Papier setzt, gesagt, daß es widersinnig sein würde, ein 6 prozentiges Papier zu 80 zu emittiren, wenn gleichzeitig das Haus zu 1 Prozent oder 2 Prozent seine Unterschrift diskontiren könnte. Herr Professor Cohn meinte, daß darin liegt, daß ich für mich alle Vortheile haben will, aber nicht die Nachtheile. Ich möchte zunächst bemerken, daß es nicht wohl Sitte ist, daß man sich in dieser Weise an ein Mitglied persönlich wendet, ich vermuthe auch, daß Herr Professor Cohn mich nur als Kollektivbegriff einer Gattung hingestellt hat.

(Professor Cohn: Ich habe mich gar nicht an Sie persönlich gewendet!)

Ich möchte nun im Namen aller respektablen emittirenden Häuser es aussprechen, daß keins derselben sämmtliche Vortheile für sich wird in Anspruch nehmen wollen, die

Nachtheile dagegen dem Publikum aufhalsen. Die Nachtheile, die man dem Publikum aufhalst, kann ich nicht verstehen, wenn ich sage: ich gebe dem Publikum zu einem Preise, welcher sich weit entfernt von dem Marktpreis, welchen das Gira des Hauses eventuell hat. Darin liegt eben der, manchmal sehr erhebliche, Vortheil des Publikums. Das zur faktischen Richtigstellung.

Vorsitzender: Wir können zu g übergehen, zu der Frage, ob in dem Prospekt der Preis angegeben werden soll, zu welchem das Papier von dem Emittenten übernommen worden ist.

Sachv. **Salomon:** Ich halte dies zum Theil für nicht ausführbar, weil vielfach Papiere eingeführt werden, die von dem betreffenden Emittenten gar nicht übernommen sind, sondern an ausländischen Börsen bereits eingeführt sind. Ich exemplifizire auf die Egyptische Anleihe, ein sehr gutes Papier, an dem seit der Einführung 25 Prozent verdient sein mögen.

Vorsitzender: Wie stellen Sie sich für den Fall, daß es sich um ein neu zu zeichnendes Papier handelt?

Sachv. **Salomon:** Da würde ich nichts dagegen einwenden. Das einzige, was anzuwenden wäre, wäre, daß wir unter Umständen dann unsern Markt kleiner machen würden, unsere Börse ausschließen würden von den großen internationalen Geschäften, weil sich ausländische Emittenten vielleicht weigern würden, ihren Kostenpreis anzugeben. An sich halte ich eine solche Bestimmung für nicht wichtig und nicht nützlich, denn, wie ich bereits erwähnt habe, ist das, was der Emittent daran verdient, für diejenigen, die Obligationen oder Aktien zeichnen wollen, gleichgültig.

Vorsitzender: Von andrer Seite ist geltend gemacht worden, daß die Nebenvortheile den eigentlichen Uebernahmepreis überwiegen können.

Sachv. **Salomon:** Für den Fall, daß die Maßregel doch beliebt würde, würde ich sagen, das sämmtliche Nebenbedingungen, als da sind Option, dauernde Verbindung mit dem betreffenden Staate oder mit der betreffenden die Obligationen aufnehmenden Gesellschaft u. s. w., auf das Genaueste angegeben sein müssen. An sich aber halte ich den Vorschlag nicht für ausführbar und zutreffend.

Sachv. **Schinckel:** Ich halte ihn aus den verschiedensten Gründen für ganz unausführbar und auch für unzweckmäßig. Erstens lassen sich die Nebenbedingungen kaum alle anführen, es sind auch nicht blos Nebenvortheile damit verknüpft, sondern oft auch Nebennachtheile, die Staaten und Kommunen, von denen Anleihen übernommen werden, verlangen sehr oft von dem Emissionshause die Verzinsung zu einem Zinsfuß, der effektive Verluste läßt. Es kommt vor, daß jemand successive Jahre lange Einzahlungsbedingungen stellt, unterdessen wird das Emissionshaus das Geld zu den Stückzinsen verzinsen müssen; das ist ein Nachtheil, der allerdings dadurch aufgewogen werden kann, daß das Emissionshaus eben einen soviel niedrigeren Preis anlegt, aber das läßt sich nicht immer klar machen. Außerdem kommt der Fall vor, daß ein Emissionshaus dadurch, daß die Geldverhältnisse sich inzwischen geändert haben, gezwungen ist, eine Anleihe niedriger zu emittiren, als sie sie übernommen hat, und es würde einen sehr merkwürdigen Eindruck auf denjenigen machen, der die Papiere kaufen will, wenn er erführe, das Emissionshaus sucht sich zu einem niedrigeren Preise des Papieres zu entledigen. Ich halte es für ausgeschlossen, daß ein Zwang ausgeübt werden darf, daß der Uebernahmepreis veröffentlicht wird.

Vorsitzender: Einer der kaufmännischen Sachverständigen wollte dem Börsenkommissariat ein Ermessen einräumen; es sollte bestimmen, ob der Preis in dem Prospekt mit angegeben werden muß.

Sachv. **Schinckel:** Aus den angegebenen Gründen bin ich dagegen. Wenn der Emissionspreis niedriger ist, würde der Verkauf einer Anleihe im höchsten Grade beim Publikum erschwert werden, während es doch nur dem Publikum lieb sein kann, wenn es Papiere billiger kauft. Es liegt im menschlichen Gefühl, daß man denkt, warum will das Emissionshaus mit Verlust veräußern, während der Grund darin liegt, daß die Geldverhältnisse sich geändert haben. Ich glaube, es würde eine Beeinträchtigung des Emissionsgeschäfts eintreten, welche es kaum tragen könnte.

Sachv. **Schröter:** Ich bin derselben Ansicht, wie sie hier eben ausgesprochen worden ist. Nach dem, was der Vorredner gesagt hat, scheint es mir sehr schwierig zu sein, die Nebenbedingungen alle anzuführen; es würde zur Unwahrheit und zur Verschleierung führen, wenigstens würde es schwer sein, dem entgegenzutreten. Außerdem widerspricht für mich eine solche Bestimmung dem natürlichen Gefühl, es existirt in der ganzen Welt nicht der Kaufmann, der sagen muß, was ihn die Waare kostet, und sie danach anbietet. Das ist nach meiner Auffassung etwas so dem natürlichen Gefühl Widersprechendes, daß ich schon aus diesem Grund nicht dieser Bestimmung zustimmen könnte.

Sachv. **Finck:** Ich möchte mich dem vollständig anschließen. Ich halte es praktisch in den meisten Fällen nicht für möglich, denn die Uebernahme einer Anleihe besteht aus einer ganzen Reihe von Geschäften, so daß man unmöglich sagen kann: der Nutzen ist aus diesem Theil oder aus dem andern Theil des Geschäftes erzielt worden. Aber dann schließe ich mich den Ausführungen des Vorredners darin an, daß ich es unbillig finde oder geradezu unwürdig, wenn von einem Kaufmann verlangt würde: Du mußt sagen, was Deine Waare gekostet hat, wenn Du sie verkaufen willst. Aus diesem Grunde würde ich allein schon dagegen sein.

Sachv. **Metzler:** Ich würde mich auch dagegen aussprechen. Ich glaube auch, daß es nicht zweckmäßig ist, daß man zur Beurtheilung des Publikums stellt, was meist gar nicht maßgebend sein kann. Das Publikum wird die Sache nehmen, wenn es sie für gut hält.

Sachv. **Volkmar:** Ich glaube nicht, daß man irgend eine Beschränkung den Emissionshäusern aufzwingen kann.

Sachv. **Munk:** Ich würde mich dieser Ansicht anschließen.

Professor Dr. **Cohn:** Ich möchte diesen ablehnenden Standpunkt mit der Thatsache beleuchten, daß wir einen großen und besonders geachteten Zweig des deutschen Handels kennen, bei dem das Gegentheil ein alter und bewährter Grundsatz ist, das ist der Buchhandel. Der ganze Sortimentsbuchhandel und sein Profit beruht darauf, daß die Prozente seines Gewinnes bekannt sind; also so etwas weit Wegzuwerfendes ist es jedenfalls nicht. Sie werden mir zugeben, daß, wenn etwas in einem großen, besonders geachteten Zweige des Handels besteht, es dann mindestens in Frage kommen kann bei einem sonstigen Zweige.

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte darauf erwidern, daß ich in meinem Leben sehr viel Bücher gekauft habe und absolut nicht weiß, welchen Profit der Buchhändler dabei nimmt.

Professor Dr. **Cohn:** Das ist rein individuell, wenn Sie es nicht gewußt haben, Herr Direktor. Diejenigen, die gewohnt sind, Bücher zu kaufen, wissen es ganz genau.

Sachv. **Schinckel:** Aber in dieser Beziehung bin ich Publikum.

Vorsitzender: Die Verhältnisse des Buchhandels sind allerdings eigenthümliche; ich weiß nicht, worauf diese Usance beruht. In allen anderen Zweigen ist es nicht üblich, daß man den Kastenpreis angiebt.

Professor Dr. **Cohn:** Wenn dies von dem Herrn Präsidenten behauptet wird, möchte ich mir erlauben, nach die fernere Thatsache zu erwähnen, daß es gerade moderne Großindustrien giebt, die sich mit einem ganz festen Rabatt begnügen, das sind die Erzeugnisse der Konservenfabriken und dgl., wo es genau feststeht, daß ein bestimmter Rabatt an den Händler gegeben wird, der auch mit Leichtigkeit von Seiten des Publikums in Erfahrung gebracht wird, nach Analogie des Buchhandels.

Vorsitzender: Das ist mir allerdings nicht bekannt.

Sachv. **Finck:** Es ist mir auch nicht bekannt, daß der Buchhändler mit einem absolut feststehenden, im allgemeinen bekannten Gewinn arbeitet, jedenfalls ist er prozentual sehr viel höher als der kleine Nutzen, der im Bankgeschäft erzielt wird, so daß ein großer Unterschied zwischen diesen beiden Dingen besteht.

Professor Dr. **Cohn:** Ich glaube, daß dies sehr wenig beweist.

Sachv. **Finck:** Beim Buchhändler ist das auch nicht der Gewinn, sondern das ist wohl der Nutzen, der dem Vermittler, dem Verkäufer, überlassen wird. Dieser ist im Allgemeinen gleich. Es giebt schließlich auch der Schneider und der Perrückenmacher einen Rabatt.

Vorsitzender: Selbst beim Buchhandel möchte ich annehmen, daß es beim Sortimentshändler ja bekannt sein mag, welchen Nutzen er hat; aber man weiß nicht, welchen Nutzen der Verlagshändler gehabt hat. Das ist der eigentliche Emittent, die Sortimentshändler sind nur die Vermittler. Doch ich glaube, wir brauchen uns beim Buchhandel nicht weiter aufzuhalten. Die Frage, die uns beschäftigt, ist vielfach erörtert. Einer der kaufmännischen Sachverständigen war in bedingter Weise für eine solche Angabe; wenn das Börsenkommissariat es für nützlich hielte, sollte es bestimmen dürfen, daß die Emittenten damit hervortreten. In vielen Fällen wird der Uebernahmepreis ohnehin bekannt.

Sachv. **Salomon:** In den meisten Fällen ist der Uebernahmepreis bekannt. Ich glaube, das Börsenkommissariat kann eine derartige diskretionäre Befugniß kaum übernehmen, denn es würde sich dem aussetzen, daß in den Fällen, in denen es die Angabe verlangt, dies ihm übel genommen, verdacht werden würde.

Vorsitzender: Einzelne Herren meinten, es könnte das Geschäftsgeheimniß verletzt werden; wenn das nicht der Fall wäre, so hätten sie kein Bedenken, mit dem Uebernahmepreise hervorzutreten.

Sachv. **Salomon:** Es müßte die Sache generell bestimmt werden. Die Gründe dafür habe ich angeführt.

Vorsitzender: Nun kommen wir zu h, ob es sich empfiehlt, den Prospektenzwang auszudehnen auf alle Konvertirungen und auch auf Kapitalserhöhungen.

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, ja, es wird de facto schon gethan.

Vorsitzender: In beiden Fällen?

Sachv. **Salomon:** In beiden Fällen.

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte in dieser Beziehung eine Aenderung der bestehenden Verhältnisse nicht wünschen, es ist namentlich bei Kapitalserhöhungen sehr häufig unnöthig, einen Prospekt zu veröffentlichen. Meine eigene Bank hat Aktien ausgegeben ohne einen Prospekt zu veröffentlichen, und auf Grund der Bekanntmachung haben die Aktionäre die jungen Aktien bezogen, weil sich alles gleich blieb, die alte Notiz geblieben ist.

Vorsitzender: Die Bedingungen des ganzen Unternehmens verändern sich durch eine Kapitalserhöhung; die Aussichten auf Dividende werden wesentlich andere; sehr häufig ist auch der Kurs für die jungen Aktien verschieden; allmählich gehen die Kurse in einander über. In gewissen Fällen halten Sie es auch für wünschenswerth, daß man mit einem Prospekt hervortritt? Man könnte vielleicht weniger erschwerende Bedingungen an diesen Prospekt knüpfen.

Sachv. **Schinckel:** Ich halte es für wünschenswerth in dem Augenblick, in dem eine besondere Notiz dafür beansprucht wird, wenn das aber nicht der Fall ist, sehe ich einen Grund dafür nicht ein. Die Verhältnisse der betreffenden Gesellschaft verändern sich insofern als das Kapital vergrößert wird, aber das ist etwas, was den Aktionären dadurch, daß sie selbst den Beschluß in der Generalversammlung fassen, vollkommen bekannt ist, das ist für sie bei der Beschlußfassung in der Versammlung maßgebend.

Vorsitzender: Die Mehrzahl der bisher gehörten kaufmännischen Sachverständigen war für die Ausdehnung des Prospektenzwanges.

Sachv. **Schröter:** Ich bin der Meinung, man muß das trennen. Ich bin nämlich der Ansicht, daß eine Aktienkapitalserhöhung eine sehr wesentliche Veränderung des Unternehmens bedeutet, die Rentabilität ist jedenfalls zweifelhafter, wenn das Aktienkapital erhöht wird, und daher glaube ich, daß der Prospektenzwang angezeigt ist. Dagegen scheint er mir bei Konvertirungen weniger nöthig zu sein. Indeß kenne ich solche genau nicht. Bei Konvertirung von Obligationen von Aktienunternehmen wird die Frage ziemlich indifferent sein. Denn wenn man einen niedrigeren Zinsfuß feststellen will, so ändert sich im Wesentlichen nichts. Deshalb würde ich dafür sein, a zu verneinen, b zu bejahen.

Sachv. **Schinckel:** Wenn ich ein Wort hinzufügen darf, so möchte ich darauf hinweisen, daß, wenn der Prospektenzwang existirt hätte, bei der Konvertirung der Obligationen der verstaatlichten Eisenbahnen der Staat oder irgend Jemand Prospekte hätte veröffentlichen müssen, um diese Eisenbahnobligationen in Konsols zu konvertiren.

Vorsitzender: Bei Reichsanleihen ist ein Prospekt überhaupt nicht nöthig; das ist eine ausdrückliche Ausnahme in den leitenden Gesichtspunkten.

Sachv. **Schinckel:** Bei uns in Hamburg aber nicht.

Dr. **Jürgens:** Soweit mir bekannt, ist es in Hamburg auch so, wie in Berlin. Ich darf vielleicht etwas hinzufügen. Es ist von dem Herrn Sachverständigen, wie ich ihn verstanden habe, ausgeführt worden, daß, wenn es sich blos um die Aenderung des Zinsfußes der Obligationen einer Anleihe handelt, ein Prospekt nicht verlangt werden sollte, wenn aber andere Bedingungen, namentlich ungünstigere Bedingungen damit verbunden wären, ein Prospekt verlangt werden sollte.

Vorsitzender: Einige Herren wollten keinen Unterschied machen, sondern haben für alle Konvertirungen den Prospektenzwang verlangt.

Sachv. **Metzler:** Bei Konvertirungen ist bis jetzt ein Prospekt nicht verlangt worden, aber ich glaube nicht, daß es irgend welchen Anstand hat, wenn ein solcher verlangt wird.

Vorsitzender: Und für Kapitalserhöhungen?

Sachv. **Metzler:** Ja, da sogar entschieden.

Sachv. **Finck:** Ich würde in beiden Fällen es für richtig halten, den Prospektenzwang einzuführen, sowohl bei Konvertirungen als bei Kapitalserhöhungen. Bei Konvertirungen wird unter allen Umständen immer eine gewisse Verschiebung eintreten, es wird vielleicht die Rückzahlung hinausgeschoben werden oder in irgend einer anderen Form eine Veränderung des ganzen Darlehnsvertrages eintreten, und es entsteht ferner der wichtige Punkt, der Besitzer muß bei einer Konvertirung die Offerte gemacht bekommen, entweder das Geld baar zu erhalten oder die neu zu kreirenden Obligationen. Bei der Wichtigkeit dieses Punktes scheint es mir richtig zu sein, dies durch den Prospekt zu dokumentiren. Bei Kapitalserhöhungen wird der Prospektenzwang noch viel nothwendiger, weil durch die Erhöhung die ganze Lage der betreffenden Unternehmung total verändert werden kann.

Sachv. **Volkmar:** Die Frage liegt mir fern.

Sachv. **Munk:** Ich bin bei beiden Punkten einverstanden.

Vorsitzender: Wir wollen auf i eingehen, ob eine längere Frist zwischen dem Aushange beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospektes in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen soll.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte erwähnen, daß das Erscheinen eines Papiers an der Börse immer eine längere Frist braucht, denn unter dem Erscheinen verstehe ich, daß das Papier effektiv geliefert wird. Wenn ein Prospekt veröffentlicht wird, so wird immer eine gewisse Frist verstreichen. Ich weiß nicht, was die Fragestellung unter einer längeren Frist versteht.

Vorsitzender: Die Sachverständigen haben meist eine kleine Frist befürwortet.

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, man hat die Frist gewünscht, um der öffentlichen Kritik Zeit zu lassen, sich auszusprechen. Das einzige Bedenken, das ich haben würde, ist, daß man den freien Willen und den freien Verkehr der Leute nicht hindern kann, die Börsenorgane würden nicht in der Lage sein, den einzelnen Leuten zu verbieten, mit einander über die Papiere zu sprechen und Abschlüsse zu machen. Und wenn es geschieht, kann man es der Presse nicht untersagen, Notiz davon zu nehmen, denn es interessirt die Oeffentlichkeit, und es ist besser, etwas kommt an die Oeffentlichkeit, als daß es unkontrolirt geschieht. Ich bin der Meinung, eine Frist von 2 Tagen zuzugestehen, aber eine längere Frist aufrecht zu erhalten, halte ich nicht für möglich und nicht für nöthig.

Vorsitzender: Man hat die Frage diskutirt, ob man nicht überhaupt eine Frist vor der Zulassung innehalten, nach dem Aushange Erinnerungen entgegennehmen soll, und ob nicht erst nach 6 oder 8 Tagen die Zulassung geschehen soll. Dann würde die Gefahr einer Ueberraschung des Publikums vermieden sein; man brauchte nicht von Neuem eine Frist von der Zulassung ab zu bestimmen.

Sachv. **Salomon:** Das ist mir bekannt, aber es hat kaum einen erheblichen praktischen Zweck, denn der

Beschluß, ob unter Zuhülfenahme der Börsenorgane gehandelt werden darf oder nicht, ist nicht allein Ausschlag gebend, sondern dasjenige, was im freien Verkehr durch das Angebot des Papiers sich herausbildet und wovon die Zeitungen pflichtgemäß Kenntniß geben.

Vorsitzender: Aber um Ueberraschungen zu verhüten, würden Sie eine zweitägige Frist von der Veröffentlichung an wünschen?

Sachv. **Salomon:** Ja. Die Sache ist von dem „Deutschen Oekonomist" bei einer bestimmten Gelegenheit erörtert worden, bei der er dem Börsenkommissariat außerordentliche Vorwürfe machte, die aber unberechtigt waren. Wenn der Prospekt etwas enthält, was die öffentliche Kritik herausforbert, wenn das, was thatsächlich angegeben wird, sich als unrichtig erweist, so sind die Emittenten für den Prospekt auch später noch verantwortlich, so daß sie diese unrichtigen Angaben den Zeichnern 2c. gegenüber auch für spätere Zeit vertreten müssen.

Vorsitzender: Es ist verschiedentlich in der Presse gerügt worden, daß der Handel allzu rasch auf die Zulassung erfolge. Ich erinnere an die Vorkommnisse bei der Erweiterung von Oelheim u. s. w.

Sachv. **Salomon:** Wir sind im Börsenkommissariat bei dieser Sache sehr streng verfahren. Wir lassen die Mitwirkung der Börsenorgane, die nichtamtliche Notiz und die Mitwirkung der vereibeten Makler bei derselben erst zu, wenn wir uns von dem Vorhandensein eines regelmäßigen Handels überzeugt haben. Von der Dreimännerkommission werden 3 bis 8 Tage verlangt; bei ausländischen Anleihen, österreichischen oder anderen Papieren, bei denen man weiß, daß ein sehr bedeutender Handel in ihnen ist, wird diese Frist abgekürzt. Bei kleinen Papieren nehmen wir 8 Tage. Das ist alles dasjenige, was von Amtswegen geschehen kann. Worüber die Zeitungen berichten, ist etwas, was außerhalb der Kontrole der Börsenorgane sich vollzieht und nicht von ihnen kontrolirt werden kann.

Vorsitzender: Sie meinen, den Privathandel kann man nicht hindern?

Sachv. **Salomon:** Wenn der Privathandel nicht zu hindern ist, so kann man auch der Presse nicht untersagen, darüber zu berichten, schon der Preßfreiheit wegen, und im Interesse der Gesammtheit davon Notiz zu nehmen. Wenn etwas nicht gehindert werden kann, so ist es besser, es kommt in die Oeffentlichkeit und wird bekannt, als daß es unkontrolirt ist.

Vorsitzender: Mit der amtlichen Notiz aber hat man immer gewartet?

Sachv. **Salomon:** Für diese haben wir eine weit geräumigere Frist.

Vorsitzender: Die Herren Sachverständigen waren verschiedener Ansicht über die Länge der Frist. Die einen wollten drei bis vier Tage, manche sechs Tage, manche acht Tage, aber alle kamen darin überein, daß eine Frist sehr wünschenswerth sei zwischen dem Aushang und dem ersten offiziellen Handel.

Sachv. **Salomon:** Dieser Meinung bin ich auch.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur der Auffassung entgegentreten, daß der Privathandel an der Börse nicht unterdrückt werden könnte. Ich will das nicht weiter ausführen, aber meines Erachtens geben die gesetzlichen Bestimmungen wenigstens in Preußen den Börsenorganen durchaus die Handhabe, um alles an der Börse zu hindern, was ihres Erachtens nicht zulässig ist.

Die Hauptfrage aber ist doch die, ob nicht eine bestimmte Frist zwischen der Anmeldung beim Börsenkommissariat und der Genehmigung durch das Börsenkommissariat liegen soll, um eben eine eingehendere Information und eine Betheiligung weiterer Kreise bei der Informationsbeschaffung zu ermöglichen, und da würde eine Frist von zwei Tagen — darin wird der Herr Sachverständige mit mir übereinstimmen — gar keine Bedeutung haben; denn wenn es sich darum handelt, Informationen einzuholen, ob für das Aktienunternehmen, das eingeführt werden soll, die Abschlüsse oder irgend welche andere Grundlagen richtig berechnet sind u. s. w., so ist das in zwei Tagen nicht zu machen. Es ist deshalb von vielen Seiten eine längere Frist befürwortet worden. Ich weiß nicht, ob der Herr Sachverständige auch nach dieser Richtung hin sich bereits geäußert hat, ich habe es eigentlich nicht recht verstanden.

Sachv. **Salomon:** Es ist die Meinung des Herrn Geheimraths Gamp, die Börsenorgane sollen das untersagen können. Sie sind nach der Börsenordnung berechtigt, diejenigen, die mit Dingen sich beschäftigen, die zum Börsenhandel überhaupt nicht gehören, auszuweisen; das erstreckt sich auf solche Papiere nicht. Ich möchte ferner einwenden, daß die Börsenorgane diejenigen Geschäfte, die sich nicht unter lautem Schreien oder nicht in einer den öffentlichen Verkehr störenden Weise vollziehen, nicht hindern können. Wenn zwei Leute in einer Ecke mit einander etwas handeln, so können es die Börsenorgane nicht wissen, das erfährt aber vielleicht ein Zeitungsreporter und bringt es in die Zeitungen. Diese Art des Handels ist von den Börsenorganen nicht zugelassen, wird aber wirksam weder zu verbieten noch zu verhindern sein. Sie werden die Leute nicht hindern können, zu kaufen und zu verkaufen, sie nicht hindern können, Wünsche zu äußern oder Anmeldungen zu machen oder zu sagen: ich reflektire zu der oder der Preishöhe. Wenn aber das geschieht, werden Sie auch die Zeitungen nicht hindern können, davon Notiz zu nehmen. Natürlich werden die Zeitungen zu vertreten haben, ob es der Wahrheit entspricht. Aus diesem Grunde bin ich der Meinung, daß alle solche Bestimmungen unwirksam sein würden. Wenn Herr Geheimrath Gamp meint, daß eine bestimmte Frist zwischen der Einreichung des Prospektes und der Veröffentlichung der Zulassung nöthig ist, so ist dies nicht recht verständlich insofern, als Sie nicht der Meinung sein werden, daß ungeprüfte Prospekte in den Zeitungen veröffentlicht werden sollen, damit die Oeffentlichkeit mitwirken solle.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das ist nicht von mir gesagt worden, aber es ist von manchen Seiten vorgeschlagen worden, daß man den Prospekt aushängen möchte, wie in Brüssel — er hängt dort 8 Tage an der Börse aus — und daß erst nach Ablauf dieser Frist das Börsenkommissariat darüber entscheidet. Ich würde ein solches Verfahren nicht für unzweckmäßig erachten.

Sachv. **Salomon:** Ich meine, daß damit ein viel größerer Schaden angerichtet würde, als durch das bisherige Verfahren. Sie würden lügenhafte Anpreisungen, nicht kontrolirte oder falsche Angaben hinausgehen lassen, die, wenn sie in die Zeitungen kommen, ihre Wirkung ebenso erreichen würden, wie solche Angaben, die geprüft und richtig sind. Danach fragen die Leute nicht; wenn Schulze oder Meyer das lesen, so werden sie es glauben. Ich glaube deshalb, daß der Vorschlag, die Prospekte vorher zu veröffentlichen, unhaltbar ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie meinen, daß die Emissionshäuser in den auszuhängenden Prospekten die Sachen ganz anders darstellen könnten, als es den Thatsachen entspricht, und daß auf diese Weise ein unrichtiges Bild entstehen würde?

Sachv. **Salomon:** Ich meine, daß dasjenige, was an der Börse in Bezug auf die zu emittirenden Papiere ausgehängt würde, in den Zeitungen veröffentlich werden würde, ohne einer Kontrole unterlegen zu haben, und daß Sie, wenn Sie eine solche Bestimmung in Ihrem Sinne hätten, jedem das Recht geben würden, einen Prospekt auszuhängen, der 8 Tage lang der Diskussion der Oeffentlichkeit übergeben wird und Unheil in einer Weise anrichten kann, die ich verhindert haben möchte und die wir nach meiner Ansicht jetzt vermeiden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Für das Unheil würde das Emissionshaus verantwortlich zu machen sein.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte noch einwenden, daß schließlich die Qualität der Emissionshäuser nicht kontrolirt werden kann, schließlich kann jeder, der ein Schild hinaushängt, ein Emissionshaus sein, und es besteht an der Börse für ihn dasselbe Recht.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Herr Geheimrath Gamp sagte, einige Sachverständige hätten sich dafür erklärt, vor der Beschlußfassung der Kommission den Prospekt an der Börse auszuhängen. Ich muß sagen, daß ich mich dieses Zugeständnisses einiger Herren nicht entsinne.

Vorsitzender: Einer der Sachverständigen war dafür, Herr Kommerzienrath Abel-Stettin.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** So wie ich den Sachverständigen aufgefaßt habe, war sein Gedankengang nicht, der Prospekt sollte ausgehängt werden, sondern es sollte eine Frist zwischen der Demande, zwischen dem Antrage und der Zulassung erfolgen. Das glaube ich auch nicht, daß in Brüssel das, was man hier Prospekt nennt, ausgehängt wird, denn der Einwand liegt nahe, daß der Anleiheschuldner schwerlich zugeben wird, es solle bereits ein Prospekt in die Oeffentlichkeit gelangen, auf die Gefahr hin, daß in dem betreffenden Orte aus der Sache nichts wird. Ich möchte aber fragen, ob dagegen besondere Bedenken obwalten, daß zwischen dem Antrage und der Entscheidung eine bestimmte kurze Frist obwalte, nachdem öffentlich so viel mitgetheilt worden ist, daß ein Antrag auf Zulassung gestellt worden ist, damit eventuell dagegen Widerspruch aus der Mitte des Publikums erhoben werden kann.

Sachv. **Salomon:** Sie meinen, daß die Firma anmelde, sie beabsichtige, die und die Papiere einzuführen. Es müßte eine sehr kurz bemessene Frist von 2 Tagen sein, denn sonst würde sie das Geschäft hindern, und jeder Aufschub ist ein Nachtheil nicht allein für die Emittenten, sondern zum Theil auch für den Erwerber. Sie können im allgemeinen für große Anleihen, für große Objekte — österreichische Konversionsanleihe und dergleichen — glaube ich, ohne unseren Platz zu schädigen, es nicht durchführen. Ich würde die Sache nicht allein für schwierig, sondern auch für jedenfalls zwecklos halten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte bemerken, daß bei der Konvertirung großer Anleihen überhaupt natürlich dieses Procedere ganz gegenstandslos ist. Ich kann auch zugeben, daß bei gewissen Anleihen, die in großem Umfange bereits eingeführt sind, das Motiv fort-

sollen würde, oder bei Anleihen, über die das Publikum noch sehr wenig informirt ist, beziehungsweise ausländische Aktien oder Obligationen scheint es mir ein nicht von der Hand zu weisender Vorschlag zu sein, daß man auf diese Weise dem Publikum die Möglichkeit giebt, sich zu informiren. Ich habe diesen Antrag nicht gestellt, aber persönlich würde auch ich glauben, daß nicht in Frage kommen kann, gleich einen vollständigen Prospekt einzureichen, sondern, wie Herr Präsident Wiener eben bereits angedeutet hat, nur in großen Zügen zur Kenntniß des Publikums zu bringen ist, daß die Auflegung dieses und dieses Papieres beabsichtigt ist. Eine Frist von 2 Tagen würde natürlich für den Zweck, eine Information zu beschaffen, absolut ungenügend sein und keinen Werth haben.

Vorsitzender: In Brüssel wird blos die Bezeichnung der Papiere ausgehängt. Die demande ist begleitet von anderen Angaben. Artikel 22 der Brüsseler Börsenordnung bestimmt: „La désignation des valeurs pour lesquelles la cote est régulièrement demandée est affichée pendant huit jours au moins, et pendant ce délai la Commission recevra toutes les observations qui lui seraient faites par écrit. Après quoi elle statuera sur la demande.“ Ausgenommen sind von diesem ganzen Verfahren die inländischen Papiere, die durch Arrêté oder Ordre genehmigt sind.

Sachv. **Salomon:** De facto läßt sich die Sache so an, daß die Zeitungen regelmäßig davon Notiz nehmen, sobald ein Prospekt eingereicht ist, und nicht allein dies steht in den Zeitungen, sondern es wird gewöhnlich 8 oder 14 Tage davon gesprochen, daß eine Anleihe übernommen ist, wie die Uebernahme ist, daß sie an die Börse kommen soll. Es ist davon, was Herr Geheimrath Gamp vorschlägt, kein besonderer Vortheil zu erwarten. Außerdem würde eine Eintheilung der Papiere nach Kategorien erforderlich sein, die sich, ohne die Interessen und die Bedeutung des Platzes zu schädigen, nicht ausführen ließe.

Sachv. **Schinckel:** Ich muß mich diesen Ausführungen durchaus anschließen. Ich glaube, daß es eine schwere Schädigung des Emissionsgeschäftes sein würde, wenn eine gesetzliche Frist eingeführt würde, die für verschiedene Papiere verschieden wäre. Daß die Sachverständigen sich Zeit lassen können für die Prüfung eingereichter Prospekte und Zeit lassen müssen, um die nöthigen Informationen einzuziehen, liegt auf der Hand. Das muß sich das Emissionshaus gefallen lassen, aber, wenn es zur Kenntniß des größeren Publikums kame, so könnte, wenn eine längere Frist zwischen dem Erscheinen des Prospektes und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen würde, sich herausstellen, daß sehr oft gegen den Willen des Emissionshauses ein Geschäft in dem Papier sich etabliren würde, welches nach keiner Richtung wünschenswerth wäre. Ich glaube, daß in dieser Beziehung ein Mißstand bei uns in Hamburg sich nicht geltend gemacht hat.

Vorsitzender: Es ist oft in der Presse gerügt worden, das Verfahren würde mit übergroßer Eile betrieben; schon am nächsten Mittag würde an der Börse gehandelt.

Sachv. **Schinckel:** Bei uns in Hamburg wird die Notiz im Kursblatt erst vorgenommen, wenn nachweislich ein lebhaftes Geschäft in dem betreffenden Papier sich entwickelt hat, und das ist manchmal in kurzer Frist der Fall, manchmal in längerer Frist. Wenn ein lebhaftes Geschäft sich entwickelt hat, ist Usance, daß die offizielle Notiz vorgenommen wird. Es ist aber zu unterscheiden

zwischen offizieller Notiz im Kurszettel und Erscheinen des Papiers an der Börse. Die offizielle Notiz erfolgt in kurzer Frist, wenn das Geschäft sich rasch etablirt, und in längerer Frist, wenn dieses Geschäft auf sich warten läßt. Ich bin der Ansicht, daß, sowie ein größeres Geschäft in einem Papier vorhanden ist, im Interesse des Publikums es durchaus geboten ist, eine offizielle Notiz für das Papier vorzunehmen.

Sachv. **Schröter:** Ich habe nichts einzufügen.

Sachv. **Finck:** Ich möchte mich auch anschließen.

Sachv. **Metzler:** Desgleichen.

Sachv. **Munk:** Es ist ein kaufmännischer Punkt, über den ich mich nicht äußern möchte.

Graf **Arnim:** Ich möchte fragen, ob nicht thatsächlich die Sache ganz anders steht in Betreff der Genehmigung des Prospekts, daß die emittirenden Häuser sich schon vorher über die Zulassung vergewissern müssen, denn sie sind nicht in der Lage, eine Anleihe abzuschließen, bevor sie nicht ganz sicher sind, daß das Börsenkommissariat die Zulassung des Papiers genehmigt. Sie müssen sich vorher informiren, so daß die offizielle Genehmigung des Prospektes mir eine Formalität zu sein scheint, die rein äußerlich ist. Wenn das emittirende Haus die Genehmigung des Börsenkommissariats nicht bekommt, so kommt es in eine außerordentlich schwierige Lage und hat unausbleibliche Verluste. Es ist also gezwungen, sich mit den Herren vom Börsenkommissariat vorher und unter der Hand über die ganze Sache in Unterhandlung zu setzen und Sicherheit zu gewinnen, daß die Genehmigung erfolgt.

Sachv. **Salomon:** Das ist thatsächlich nicht der Fall. Das Börsenkommissariat hat in häufigen Fällen, in denen ihm vorher diese Frage vorgelegt worden ist oder in denen ihm selbst Prospekte eingereicht worden sind, wobei anzunehmen war, daß die Leute vorher nur Information haben wollten, es abgelehnt, sich zu äußern, die einzelnen Mitglieder des Kommissariats pflegen sich auch nicht zu äußern und können, da jeder nur eine Stimme hat, auch keine Zusicherungen geben. Die Emittenten haben an den leitenden Gesichtspunkten einen vollständigen Maßstab, wie die Sache behandelt werden wird und ob sie Anspruch auf Zulassung haben. Sie können sich beschweren, wenn das Börsenkommissariat nicht genehmigt, sie können sich bei dem Aeltestenkollegium, beim Bezirksausschuß beschweren und ihre Gründe anführen. Es hat der Handelsminister auf eine Beschwerde allerdings es abgelehnt, an der diskretionären Befugniß des Börsenkommissariats etwas abzuändern. Das Verhältniß ist thatsächlich nicht so, wie vorausgesetzt worden ist, und wie ich bereits ausgeführt habe, verfährt das Börsenkommissariat stets ablehnend gegen den Wunsch vorzeitiger Aeußerung. Wer eine Anleihe übernimmt, mag das Risiko übernehmen, ob die Zulassung des Papiers genehmigt wird oder nicht. Auch was die Prüfung betrifft, möchte ich betonen, daß in dieser Beziehung viele falsche Ansichten verbreitet sind und daß die Prüfung sich oft lange hinzieht. Ob es das erste oder ein kleines Haus ist, ist ganz gleichgiltig, wir haben ein ganz gleichmäßiges Verfahren gegen Alle, namentlich ertheilen wir in keiner Weise eine Zusicherung.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich darf hier einmal als Sachverständiger zu der Kommission sprechen. Daß Herr Graf Arnim die Frage angeregt hat, ist dankenswerth, denn sie ist in der That wichtig. Ich kann nun bestätigen, daß die Emissionshäuser wünschen

müssen, daß die Bedingungen für die Zulassung in der That recht präzise und genau bestimmt sind, da sie in der That so gut wie immer die Anleihen fest übernehmen. Sie dürfen dem ausländischen Minister, mit dem sie kontrahiren, nicht sagen: ich kontrahire vorbehaltlich dessen, daß das Börsenkommissariat den Prospekt zuläßt, sondern sie müssen ihre Haut zu Markte tragen, müssen übernehmen und haben auch meist übernommen; sie suchen dabei natürlich das Geschäft von vorn herein auf einer Basis zu machen, welche eine Emission nach Maßgabe der leitenden Gesichtspunkte zuläßt. Darum ist auch ihr Wunsch natürlich, daß allen Formalitäten, welche hier behandelt werden, eine möglichst präzise Form gegeben wird, damit sie nicht nachher im Stich gelassen werden und Verlusten preisgegeben sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte mir die Bitte an den Herrn Sachverständigen gestatten, uns dafür ein Beispiel mitzutheilen außer der Bulgarischen Anleihe, was uns ja bekannt ist; es würde das immerhin für die Illustrirung der Praxis von Werth sein. Vielfach wird die Auffassung gehegt, daß die Emissionshäuser ganz ohne Risiko in dieser Beziehung wären, da sie immer sicher wären, ihre Anleihen zur Notirung zugelassen zu erhalten. Kann der Herr Sachverständige außer der Bulgarischen Anleihe, bei der man nicht feststellen kann, ob die Nichtzulassung auf Grund der freien Entschließung des Börsenkommissariats oder auf Grund einer gegebenen Weisung erfolgt ist, einen Fall angeben, in dem die Ablehnung einer Anleihe stattgefunden hat?

Sachv. **Salomon:** Es sind, wie ich bereits erwähnt habe, verschiedene Aktien gewesen.

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: Aber Anleihen.)

Königstädter Bauverein, Halberstädter Ziegelei oder wie sie heißen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie sprachen von Anleihen, meinten Sie Staatsanleihen?

Sachv. **Schinckel:** Wir hatten zusammen mit dem Hause Mendelssohn u. Co. die Gothenburger Stadtanleihe übernommen, ein in Hamburg außerordentlich geschätztes Papier; in Hamburg sind schon ältere Gothenburger Anleihen notirt. Wir hatten die Verhandlungen mit Gothenburg geführt, hatten also auch die Beschaffung des Materials für den Prospekt u. s. w. zu besorgen. Das hiesige Börsenkommissariat hatte früher die Praxis, daß, wenn schon eine derartige Anleihe von einer Stadt wie Gothenburg oder Kopenhagen oder welche es sei, notirt ist, für eine neue Anleihe die Vorlegung des Budgets der Stadt nicht wieder verlangt wurde, sondern man nahm an, daß dieses früher genügend geprüft sei u. s. w. Es stellte sich nun heraus, daß auch in dieser Beziehung die Ansprüche des Börsenkommissariats etwas andere geworden sind, man verlangt auch bei wiederholten Anleihen einen Prospekt, aber jedenfalls waren wir nicht darauf gefaßt, daß neben den sonstigen detaillirten Ausführungen des Magistrats von Gothenburg auch die förmliche Einlieferung eines in aller Form unterschriebenen Budgets verlangt werden würde. Die Herren Mendelssohn u. Co. reichten hier einen unserer Ansicht nach den Berliner Ansprüchen genügenden Prospekt ein, und es zeigte sich, daß hier noch keine Gothenburger Anleihe notirt worden war, daß vor allen Dingen ein solches Budget verlangt wurde. Es hatte so viel Schwierigkeiten, es in der nöthigen beglaubigten Form von Gothenburg herbeizuschaffen, daß wir darüber den Emissionstermin verpaßt haben, auf der Anleihe sitzen geblieben sind und sie ein halbes Jahr später

mit erheblichem Verlust, mit diesem Budget, wieder zur Auflegung gebracht haben. Lediglich in Folge der Anforderungen des hiesigen Börsenkommissariats sind wir, um den Ausdruck zu gebrauchen, hineingefallen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Aber anscheinend nicht das Publikum, denn Sie sagten, Sie hätten die Anleihe nachher zu einem geringeren Kurse emittirt.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte auf etwas nahe Liegendes hinweisen, auf die Anleihe der Dorfgemeinde Schöneberg; die Dorfgemeinde Schöneberg ist das, was uns Berlinern am nächsten liegt. Dieselbe hatte in Bezug auf die Rückzahlungsbedingungen an dem Königlichen Privileg etwas vertragsmäßig abgeändert, das Emissionshaus hatte die Anleihe abgeschlossen, und wir hatten die Obligationen der Anleihe nicht zugelassen, weil eine Abweichung von dem Königlichen Privileg verboten sei. Glücklicherweise für das Emissionshaus hat die Gemeinde sich bereit gefunden, an diesen Bedingungen neuerdings zu ändern in einer Weise, die mit dem Privileg übereinstimmte; wenn sie es nicht gethan hätte, so hätte das Emissionshaus die Anleihe nicht an der Börse einführen können. Es ist mir nicht möglich, aus dem Gedächtniß andere Beispiele anzuführen, aber es giebt eine ganze Anzahl derartiger Fälle. Im Uebrigen komme ich darauf zurück, daß die leitenden Gesichtspunkte und die Praxis, welche vom Börsenkommissariat geübt wird, ganz deutlich dem Emittenten das sagt, was er zu beschaffen hat und die Emittenten haben ein Recht, das man ihnen nicht nehmen darf, zugelassen zu werden, wenn sie alle Bedingungen, alle gesetzlichen und statutenmäßigen Bestimmungen innehalten.

Vorsitzender: Ich möchte fragen, ob der Handel per Erscheinen verboten werden soll, sei es vor der Zutheilung oder doch vor der Zeichnung? Viele von den Sachverständigen finden diesen Handel bedenklich; aber die Meinung darüber ist auch verschieden.

Sachv. **Salomon:** Meine Meinung geht dahin, daß es wünschenswerth ist, daß er nicht stattfinde. Es würde aber auf ein Verbot hinauslaufen, das nicht durchgeführt werden kann. Um zu exemplifiziren: wenn jemand auf eine Anleihe gezeichnet hat und sich bewußt ist, daß er eine bedeutende Summe davon bekommen wird, und wenn ihm nun Kenntniß gegeben würde, daß schlimme Katastrophen oder ein Krieg bevorstünden, so würde er sich durch kein Verbot hindern lassen sofort zu verkaufen, vor der Zutheilung. Die vereideten Makler betheiligen sich zwar vor der Zulassung an dem Handel vor der Zutheilung, doch findet keine Notirung im amtlichen oder nichtamtlichen Theil des offiziellen Kursberichts statt.

Vorsitzender: Bei der Londoner Enquete von 1877 ist lange darüber verhandelt worden, und schließlich ist man doch dazu gekommen, es bei dem bestehenden Zustande zu belassen; man hat sich nicht über die Zweckmäßigkeit eines Verbots geeinigt.

Sachv. **Salomon:** Ich halte es für durchaus undurchführbar.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie sagten, eine Mitwirkung der Börsenorgane findet bei derartigen Geschäften nicht statt. Ist das auch richtig, wenn hinterher Streitigkeiten über die Lieferbarkeit der Stücke oder überhaupt Streitigkeiten aus einem derartigen Vertrage sich ergeben? Tritt da nicht das Schiedsgericht und die Sachverständigenkommission in Funktion? Geben die nicht ihr Gutachten ab? Wäre es nicht möglich, auf diese Weise den Handel zu hindern, daß man sagt, mit allen Geschäften,

die derart abgeschlossen sind, sollen sich die Organe der Börse nicht beschäftigen und jede Mitwirkung bei derartigen Geschäften sowohl über die Lieferungsfähigkeit der Stücke wie bei Entscheidung von Streitigkeiten, die sich daraus ergeben können, zurückweisen?

Sachv. **Salomon:** Ich halte es an sich für nützlich, wenn die Börsenorgane über alles, was an der Börse passirt, entscheiden. Es liegt im Interesse der Ordnung der Börse, daß sie auch in den angeführten Fällen über die Lieferbarkeit der Stücke nachträglich entscheidet. Ich halte es aber, was den Handel vor der Zutheilung betrifft, für ganz unwirksam, ob die Börsenorgane nachträglich entscheiden oder nicht. Sie müßten dem Gesetzgeber überlassen, ob er den Handel vor Zutheilung hindern will; die Börsenorgane können das nicht.

Vorsitzender: Ist das ganz sicher, daß der Handel offiziell nicht stattfindet?

Sachv. **Salomon:** Vor der Zutheilung nicht.

Vorsitzender: Die anderen Herren Sachverständigen waren für das Verbot dieser Notiz.

Sachv. **Salomon:** Es könnte genau fixirt werden, das würde nichts schaden. Uebrigens hängt die Entscheidung, ob eine Notiz stattfinden soll, von der Dreimänner-Kommission ab, die disziplinarisch darüber entscheidet; wenn bestimmt wird, daß sie vor dem Erscheinen der Papiere ihre Zustimmung nicht giebt, so würde das nichts schaden.

Vorsitzender: Die Sachverständigen von der Presse waren hauptsächlich gegen diesen Handel.

Sachv. **Salomon:** Ich glaube, die Gründe, die ich ausgesprochen habe, daß ich das Verbot für undurchführbar halte, daß ich der Ansicht bin, daß der unkontrolirte Handel nicht gehindert werden kann, daß auch die Presse am meisten dazu beigetragen hat, daß davon Notiz genommen wird, diese Gründe führen mich dazu, daß ich sage: Ich halte es für ein unwirksames und unausführbares Verbot und nicht für nothwendig.

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte mich dem anschließen. Ich halte es für unwirksam und halte das Verbot der offiziellen Notiz für nicht nöthig, weil sie nicht stattfinden wird, und zweitens für ziemlich gleichgiltig; man würde doch in den Zeitungen oder sonst in einem nichtoffiziellen Kursbericht lesen, daß Stücke per Erscheinen gehandelt sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es kommt in Frage, ob Ihres Erachtens der Kommissionär berechtigt wäre, die Stücke seinem Kommittenten als Selbstkontrahent zu einem Privatkurs zu übergeben und von ihm zu übernehmen. Wenn gesetzlich Privatnotirungen verboten wären, würde zweifellos der Kommissionär nicht berechtigt sein; dann könnte zum Markt- und zum Börsenpreis im Sinne des Handelsgesetzbuchs nicht gehandelt werden. Der Kommissionär würde nicht berechtigt sein, als Selbstkontrahent einzutreten, wenn lediglich ein derartiger Winkelhandel stattfindet und die Notiz darüber lediglich in Privatblättern veröffentlicht wird. Ist das Ihres Erachtens der Fall?

Sachv. **Schinckel:** Auf Grund der nicht offiziellen Notiz kann er es jedenfalls nicht, wenn er sonst nicht nachweisen kann, daß er seinem Klienten gegenüber richtig gehandelt hat.

Vorsitzender: Die Anwendung des Selbsteintrittsrechts ist nicht streng an die offizielle Notiz gebunden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Aber wenn das Gesetz ausdrücklich die Privatnotizen verbieten würde, so würde das doch etwas anderes sein.

Vorsitzender: Ja, wenn es ausdrücklich verboten wäre. Was sagen die Herren Juristen dazu? Bisher ist entschieden, daß unter Markt- und Börsenpreis nicht gerade die offizielle Notiz gemeint sei. Wenn aber diese Form des Handels ausdrücklich durch das Handelsgesetzbuch verboten wird, würde dann das Selbsteintrittsrecht auf Grund des Markt- und Börsenpreises stattfinden können?

Sachv. **Volkmar:** Schwerlich.

Sachv. **Salomon:** Ich halte eine derartige Preisfeststellung für den Marktpreis im Sinne des Handelsgesetzbuchs.

Vorsitzender: Auch gegenüber einem gesetzlichen Verbot?

Sachv. **Salomon:** Auch gegenüber einem solchen Verbot müßte man doch immer sagen: Es ist auf dem Markt gehandelt worden. Das ist allerdings der Marktpreis.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Würde der Herr Sachverständige der Ansicht sein, daß der Kommissionär mit dem Kommittenten verabreden könnte: es soll beim Fehlen einer offiziellen Notiz maßgebend sein der Kurs, der in der Zeitung veröffentlicht wird, der also gewissermaßen eine Privatnotiz darstellen würde?

Vorsitzender: Das ist wohl kaum oder doch sehr schwer zu unterscheiden.

Sachv. **Schinckel:** Ich halte das aber nicht für gesetzlich erwünscht.

Sachv. **Schröter:** Ich bin der Ansicht, daß es schwierig und unausführbar sein würde, weil man den Handel außerhalb doch nicht verbieten könnte.

Vorsitzender: Für erwünscht halten Sie den Handel aber nicht?

Sachv. **Schröter:** Ich persönlich kann keinen großen Unterschied finden. Ich weiß auch nicht, ob bei den Geschäften, die per Erscheinen gehandelt sind, große Verluste stattgefunden haben. Ich bin der Ansicht, daß man im allgemeinen den Handel nicht in Fesseln legen soll.

Sachv. **Finck:** Ich würde dafür sein, daß der Handel an der Börse vor der Zeichnung zu verbieten ist. Denn es wird ein Werth gehandelt, der in der Oeffentlichkeit überhaupt noch nicht existirt. Das ist nach meinem Dafürhalten ein purer Schwindel. Dagegen würde ich es für richtig halten, den Handel vor der Zutheilung zu gestatten. Denn es können Verhältnisse eintreten, die es dem Zeichner erwünscht scheinen lassen, einen Theil der von ihm gezeichneten Beträge abzugeben oder anderen Zeichnern solche Beträge abzukaufen.

Vorsitzender: Es wurde ein ungünstiger Einfluß auf die Zutheilung selbst befürchtet.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wenn der Herr Sachverständige sagt, das Papier existirt nicht, so kann man das doch nicht in jedem Fall zugeben. Wenn eine Anleihe übernommen ist, so kann das Haus bereits die Stücke haben, wenn es sie auch noch nicht in den Handel herausgegeben hat. Darum existiren die Stücke doch im Tresor der Bank.

Vorsitzender: Sie sind aber noch nicht im Verkehr.

Sachv. **Finck:** Wenn das Publikum erst eingeladen wird, die Papiere zu zeichnen, so hat der Emittent, welcher die Stücke besitzt, sein Geschäft allerdings gemacht; für das Publikum existiren sie aber noch nicht.

Vorsitzender: Halten Sie ein solches Verbot für durchführbar? Die anderen Herren meinten, daß sich trotzdem ein Privathandel und eine Privatnotiz entwickeln könnten.

Sachv. **Finck:** Wenn es verboten würde, glaube ich, würde es unterbleiben.

Sachv. **Metzler:** Nach meiner Ansicht kann man wohl die Notiz verbieten, aber das Geschäft selbst kann man nicht verbieten. Von dem Werth, den ich übernommen habe, kann ich Theile abstoßen. Man kann eventuell die Notiz per Erscheinen verbieten, aber das Abstoßen kann man doch nicht verbieten.

Vorsitzender: Würden Sie vorschlagen, die Notiz zu verbieten, oder halten Sie den Handel per Erscheinen für erwünscht?

Sachv. **Metzler:** Für erwünscht nicht; aber ich glaube, daß er nicht vermieden werden kann.

Vorsitzender: Sie meinen, ein Verbot würde unwirksam sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe früher schon eine ähnliche Frage aufgeworfen, wo bei dem technischen Begriff des Handels per Erscheinen die Anfangszeit liege. Da ist mir gesagt worden: Es handelt sich um die Zeit zwischen der Subskriptionsaufforderung und der Zutheilung. Versteht man unter Handel per Erscheinen auch den Handel, der noch vor der Subskriptionsaufforderung erfolgt? Zum Beispiel in dem Fall, wo bekannt wird, daß Personen noch in der Gründung einer Aktiengesellschaft begriffen sind. Die Gründung ist noch nicht fertig. Aber es werden schon jetzt die zukünftigen Stücke angelegt. Fällt das nicht unter den Begriff?

Vorsitzender: Unmöglich ist das nicht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es kommt aber auch oft genug vor.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das halte ich der Tendenz des Aktiengesetzes absolut zuwider, daß man ein zukünftiges Papier schon jetzt als marktgängig ansieht. Meines Erachtens müssen drei Dinge unterschieden werden: Die Zulassung zur Notiz, die Zulassung zum Handel an der Börse und die Zulassung eines Geschäfts überhaupt. Natürlich wenn ein Geschäft vom Gesetz als rechtsunwirksam erklärt wird, kann der bezeichnete Fall mit dem Kommittenten als rechtswirksamer gar nicht vorkommen. Soweit zu gehen, würde ich nicht befürworten wollen. Aber neben dem bloßen Verbot der Notiz, welches, wie ganz richtig hervorgehoben, doch die Möglichkeit nicht ausschließt, daß ein Börsenpreis sich entwickeln kann, wäre zu beachten in zweiter Reihe die Untersagung des Handels an der Börse. Dann würde die Konsequenz die sein, daß es auch keinen Börsenpreis für das Papier gäbe. Das wäre doch die Frage, ob nicht dieser mittlere Weg als wirksam und vortheilhaft einzuschlagen wäre, zu sagen, ein Handel per Erscheinen auf dem Markt darf nicht gestattet sein, nicht blos die Notiz wird verboten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte dem gegenüber bemerken, daß wir in Preußen einer Abänderung der Gesetzgebung nicht bedürfen, um dieses zu erreichen, daß vielmehr nur eine Aenderung der Börsenordnung nöthig wäre, um die Börse selbst in die Lage zu versetzen, diesen Handel zu untersagen.

Sachv. **Munk:** Nach der Börsenordnung darf kein vereideter Makler in einem nicht zugelassenen Papier Geschäfte vermitteln. Der amtliche Kurs darf da nicht eher festgestellt werden, als bis die Zulassung zur Notiz stattgefunden hat. Daraus würde natürlicher Weise nicht folgen, daß nicht trotzdem Geschäfte darin gemacht werden.

Vorsitzender: Die Zulassung könnte vor der Zutheilung immerhin erfolgt sein, es könnte dann noch gehandelt werden.

Sachv. **Munk:** Mit dem Handel in Papieren vor ihrem Erscheinen an der Börse sind sehr erhebliche Nachtheile eigentlich nicht verknüpft. Die spekulative Absicht liegt allen Handelsgeschäften an der Börse zu Grunde; in dem einen wird etwas mehr spekulirt als in dem andern Fall. Ich kann eine besondere Schädlichkeit nicht annehmen.

Vorsitzender: Es ist auf die Gefahr fiktiver Abschlüsse, auf Manöver des emittirenden Hauses hingewiesen worden.

Sachv. **Munk:** Ich habe mir erlaubt, nach dieser Richtung Vorschläge zu machen, daß das Scheingeschäft untersagt werden soll. Wenn man dies beseitigt, sehe ich nicht ein, weshalb real gemeinte Geschäfte verboten werden sollen, weil das Papier selbst noch nicht im Handel erschienen ist.

Vorsitzender: Wir können nun zum Terminhandel übergehen, auf den sich eine Gruppe von Fragen bezieht. Die erste ist mehr historischer Natur. Dann wird weiter gefragt, welche Klassen der Bevölkerung am Terminhandel sich vorzugsweise betheiligen. Dann werden die Nachtheile und Vortheile des Terminhandels erörtert, und endlich wird nach den Merkmalen gefragt, die den Terminhandel vom Spiel unterscheiden.

Sachv. **Salomon:** Wünschen Sie, daß ich mich über alle Fragen zusammen äußere?

Vorsitzender: Ich stelle das anheim.

Sachv. **Salomon:** Was die erste Frage betrifft, so weiß ich nur für die Berliner Börse Bescheid. Da hat sich der Terminhandel seit 1844 etablirt aus Anlaß des Baues von Eisenbahnen. Als 1844 das Zeitgeschäft in den sogenannten Quittungsbogen untersagt wurde, hat der Eisenbahnbau nicht nur gestockt, sondern einzelne, die bereits einen Bau projektirt hatten, haben die Materialien wieder verkaufen, und der Bau hat unterbleiben müssen.

Was die Frage 3) angeht, welche Erwerbsgruppen oder Bevölkerungsklassen sich daran betheiligen, so betheiligt sich natürlich hervorragend der Kaufmannsstand, die Bankiers. Andere Klassen der Bevölkerung betheiligen sich meiner Erfahrung nach fast sämmtlich, wie ich ausdrücklich konstatire, zum großen Mißvergnügen eines Theils der Börse, die viel lieber die nicht hineingehörigen Elemente beseitigt haben möchte. Man kann aber nicht nach dem Stand die Leute eintheilen. Wir haben einen Stadtgerichtsrath a. D., der 100 Millionen Mark Vermögen haben soll; wir haben Schlächtermeister und Bäcker, die enorme Reichthümer gesammelt haben. Wir können nicht sagen, daß der Betreffende, wenn er eine große Kapitalsanlage machen oder wenn er ein Papier verkaufen will, nicht das Recht haben soll, das Papier auf Zeit zu handeln, weil er einen Beruf ergriffen hat, dem dies nicht zukomme.

Was die Vortheile und Nachtheile anbetrifft (Frage 4 und 5), so behaupte ich, daß der Terminhandel mit Nachtheilen und Vortheilen verknüpft ist, die sich in der Weise heben, daß die Vortheile überwiegen. Die

Nachtheile sind sehr schmerzlich und werden nirgends mehr als an der Börse empfunden, namentlich bei denjenigen, welche Standesbewußtsein und Ehrgefühl haben. Aber die Nachtheile, die mit dem Termingeschäft verbunden sind, sind meines Erachtens zum Theil in mindestens eben so hohem Maße mit dem Kassageschäft verknüpft. Es ist hier jedenfalls schon auf das Newyorker Börsengeschäft exemplifizirt worden. Nirgends ist eine größere Ausbeutung des kleineren Publikums an der Tagesordnung, wie in Newyork, wo dem kleinen Käufer jeden Tag die Waare aufgehängt wird und zuweilen bis hundert Prozent Zinsen abgenommen werden, und wo der kleine Verkäufer täglich zur Lieferung gezwungen wird. Wenn das Termingeschäft bei uns untersagt würde, so würden wir auch im Kassageschäft ähnliche Zustände nicht vermeiden können. Wenn speziell in erster Reihe nach den heftigen Preisschwankungen gefragt wird, so behaupte ich, daß der Terminhandel umgekehrt die Preisschwankungen mildert, fallschirmartig wirkt; der Terminhandel ist international nothwendig. Wir handeln mit Amerika, London u. s. w. Papiere. Da müssen wir eine gewisse Zeit für die Uebersendung haben; wir würden sonst alle diese Geschäfte, die für die Börse und den nationalen Wohlstand wichtig sind, nicht machen können. Die Schwänze, das Einsperren von Stücken, das ist eine Anomalie; aber es hat sich an der Berliner Fondsbörse ein erheblicher Nachtheil seit Menschengedenken nicht herausgestellt. Wir haben einige Mal bei den Warschau-Wiener Eisenbahnaktien 2, 3 und 4 Prozent oder dergleichen an Deport bezahlen müssen. Das ist immerhin ein schmerzlicher Verlust, aber nicht zu vergleichen mit den schweren Ausschreitungen, die im Waarenhandel stattgefunden haben.

Verführung des Publikums zum Börsenspiel ist durch den Terminhandel vorliegend, würde aber durch den Kassahandel nicht aufgehoben werden. Ich bin überhaupt der Meinung, daß das Publikum weniger durch den Handel an der Börse verführt wird, als durch die eigene Spiellust.

Vorsitzender: Braucht man nicht weniger Mittel zum Terminhandel?

Sachv. **Salomon:** Aber es werden sich immer Leute finden mit kleinen Einschüssen, die per Kassa kaufen, auch mit geringen Mitteln. Die Verführung zum Börsenspiel liegt meines Erachtens zu sehr in dem allgemeinen Streben nach Besitz und den Verhältnissen, als daß ich speziell der Börse schuld geben könnte. Daß der Terminhandel nachtheilig wirkt und vielleicht mehr Geschäfte zu Wege bringt als gut ist, will ich anerkennen. Ich sage nur, daß die Vortheile, die der Terminhandel bringt, so groß sind, daß man die Schädigungen, die durch den Mißbrauch entstehen, nicht beseitigen kann, ohne die viel erheblicheren Vortheile aufzugeben.

Vorsitzender: Worin bestehen, abgesehen von Papieren, die in großen Mengen vorhanden sind, die Vortheile des Geschäfts in deutschen Montanpapieren, Loospapieren, Industriepapieren?

Sachv. **Salomon:** Für unser internationales Ansehen ist es außerordentlich werthvoll, daß wir eine Börse haben, die sich sehen lassen kann, die eine Rolle in der Welt spielt. Durch den Terminhandel in den verschiedenen Papieren haben wir einen Organismus, der Vorzügliches leistet. Tägliche Notizen, die nicht illusorisch sind, bei denen große Summen täglich gekauft und verkauft werden, sind eine Wertherhöhung für den, der ein Papier besitzt, welches diese Vortheile genießt.

Vorsitzender: Es wird Ihnen nicht entgangen sein, daß vielfach in der Presse vorgeschlagen ist, den Terminhandel in Industriepapieren ganz zu verbieten.

Sachv. **Salomon:** Das ist mir nicht entgangen; aber ich würde es für nachtheilig halten, weil ich den Terminhandel in einem gewissen Verhältniß für nützlich halte für die Möglichkeit der jederzeitigen Realisirung. Es ist mir zu Ohren gekommen, daß ein früher vernommener Sachverständiger zu der Meinungsäußerung aufgefordert ist, welchen Nutzen der Terminhandel in ostpreußischen Südbahnaktien hat. Da haben wir einen Fall, wo der Terminhandel einen bedeutenden Schaden verhütet hat. Es wird erinnerlich sein, daß hier vor 4—5 Jahren eine große Affaire wegen der Reiaktien gespielt hat, welche die ostpreußische Südbahn gewährt haben sollte. Durch das Bestehen des Terminhandels ist damals eine übermäßige Entwerthung der Aktien verhütet worden.

Vorsitzender: Hat der Terminhandel auch für die Unterbringung solider Papiere einen gewissen Werth?

Sachv. **Salomon:** Wenn ein Terminhandel existirt, so liegt darin eine gewisse Wertherhöhung eines Papiers an sich. Es wird die Möglichkeit gegeben, Unternehmungen zu erweitern und größere Mittel zu schaffen.

Professor Dr. **Schmoller:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, hob er in Bezug auf die Frage der Betheiligung des Privatpublikums hervor, daß diese Betheiligung in zu großer Ausdehnung stattfände, daß er auch betonen müsse, daß diese starke Betheiligung des Privatpublikums den Bankiers und Kommissionshäusern im Ganzen nicht erwünscht sei, daß es diesem Kreise geradezu unangenehm sei, daß das Privatpublikum sich zu Spekulationen herandränge. Diese Ansicht ist mir um so interessanter, als einige der Herren Sachverständigen wesentlich das Gegentheil ausgesagt haben. Sie meinten, daß diese Betheiligung des Privatpublikums an Spekulationen, ganz abgesehen davon, ob sie fürs Ganze schädlich oder nützlich sei, der Börse nothwendig sei, weil sonst der Markt zu klein werde. Die Summe der Geschäfte und die Größe des Marktes bedingten auch die Blüthe des Platzes. Die Verschiedenheit der Auffassung in dieser Beziehung hat nach meiner Auffassung zugleich eine große Bedeutung für die Maßregeln dagegen. Der eigentliche Krebsschaden unserer heutigen Börsenzustände liegt nicht bei den professionsmäßigen Kaufleuten, sondern in der Verführung zum Spiel; und in Bezug auf die Maßregeln, die dagegen getroffen werden können, ist es natürlich von ganz fundamentaler Bedeutung und hat entscheidenden Werth, ob die Börse sagt: Die Betheiligung des Privatpublikums ist uns unangenehm oder ob sie sagt: die müssen wir haben, sonst können wir nicht existiren. Ich möchte also fragen, ob der Herr Sachverständige darüber noch etwas sagen kann, inwieweit eben die Ansicht eine falsche sei, die starke Betheiligung sei für die Größe des Marktes wünschenswerth — oder ob er nicht jedenfalls zugeben muß, daß eine ganze Reihe von Kommissionshäusern mit allen Mitteln der Reklame, mit commis voyageurs, versuchen, das Privatpublikum in ihre Netze zu ziehen.

Sachv. **Salomon:** Es wird sehr überschätzt, was das Privatpublikum überhaupt thut, und diejenigen, welche das Privatpublikum verleiten. Die Börse ist ein ungeheurer Organismus und setzt so viel um, daß dasjenige, was die einzelnen Kleinen durch besondere Verleitung des Publikums dazu beitragen, geringfügig ist. Das Publikum will im Großen und Ganzen nicht verleitet sein, sondern es ver-

leitet sich selbst; wenn in der Zeitung acht Wochen hindurch gelegentlich steht: Dieser oder Jener hat ein Terrain mit so und soviel Gewinn verkauft, und es wird eine Subskription auf Terrainaktien eröffnet, so kommt das Publikum und kauft diese Aktien. Das ist die Macht der öffentlichen Meinung. Was den Leuten scheint, was gang und gäbe ist, das reizt, ohne daß dazu besonders Reklame oder Aufforderung nothwendig ist.

Vorsitzender: Die Verleitungen finden aber beim Terminhandel im großen Umfange statt; ich habe ein Schriftstück vor mir, aus dem hervorgeht, daß eine hiesige oft genannte größere Bankfirma sich die größte Mühe giebt, Leute für den Terminhandel zu gewinnen, daß die Leute mit Telegrammen und Kursnachrichten förmlich bestürmt werden, obgleich mancher es sich verbeten hat.

Sachv. **Salomon:** Wenn ich gesagt habe, der Börse sei die Betheiligung des Privatpublikums unangenehm, so thue ich es in dem Sinne, daß die Betreffenden lieber mit solchen Leuten, die nachher den Einwand der Unklagbarkeit machen, nichts zu thun haben wollen. Sie thäten ja auch viel besser, selber zu spekuliren, wenn sie alles so sicher wüßten, wie sie es angeblich wissen müßten. Für die Preisbildung ist ein Theil dieser Geschäfte mit seiner Mitwirkung nothwendig, ein größerer Theil nicht. Ich bin der Meinung, daß man eine Eintheilung der Menschen nach ihrem Beruf nicht machen kann; ich habe bereits gesagt, daß die Vermögensverhältnisse der Berufsstände so verschiedenartig sind, daß es einem reichen Bäckermeister eher zukommen könnte, Zeitgeschäfte zu machen, als einem Bankier mit geringem Vermögen.

Professor Dr. **Schmoller:** Der Herr Sachverständige sagt also, ein Theil des privaten spekulirenden Publikums ist für den Markt nothwendig, er perhorrescirt die Ansicht, die anderweitig ausgesprochen wurde, nicht vollständig.

Sachv. **Salomon:** Nein, nicht vollständig.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte wissen, ob es richtig ist, daß in der Regel bei Spekulationen in Termingeschäften von den Kommissionshäusern kleinere Einschüsse verlangt werden, wie bei Spekulationen in Kassageschäften? Sind Ihnen auch die Geschäfte der kleineren unsoliden Bankiers in dieser Beziehung bekannt, um darüber ein Urtheil zu haben? Ich möchte eine Bestätigung darin finden, daß der Herr Sachverständige sagt, die Einführung der Termingeschäfte hätte allerdings die Spekulation gefördert. Ist das richtig, daß ein kleinerer Einschuß verlangt wird?

Sachv. **Salomon:** Diejenigen, welche kleinere Einschüsse fordern, tragen ihre Haut zu Markte und spekuliren dabei für fremde Rechnung. Wenn die Sache glückt, so müssen sie den Kommittenten den Gewinn zahlen. Geht sie schlecht, so ist der Einschuß ein verschwindender. Das Bestehen einer Regel in der von Herrn Geheimrath Gamp bezeichneten Weise kann ich als Sachverständiger nicht bestätigen. Als Gerichtssachverständiger habe ich in einem Falle davon Einsicht bekommen, daß jemand mit einigen tausend — 4 000 — Mark Einschuß ungefähr 1 Million Mark Papiere gekauft bekommen hat. Ich muß sagen, daß der ausführende Bankier ein viel größerer Thor gewesen ist, als der Mann, der bei ihm spekulirte, denn ersterer wußte, daß letzterer nicht mehr als 4 000 Mark hatte. Ich habe in dem Fall erklären müssen, daß ich den Spekulanten, der seiner Insolvenz sich bewußt, so viel spekulirte, für schlimmer hielt, als den Bankier.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann wollte ich noch fragen: Das ist wohl richtig, daß die Spekulationswuth in den Kreisen des Publikums eigentlich erst seit Mitte der siebziger Jahre datirt, daß früher das Privatpublikum nicht so die Neigung hatte, durch mühelosen Gewinn reich zu werden, daß früher die Werthschätzung der Arbeit eine erheblich größere war? Hängt das nicht gerade mit der Entwickelung des Terminhandels in Effekten zusammen? Ist da nicht ein ursächlicher Zusammenhang zu konstatiren, der sich vielleicht nicht nachweisen läßt, aber jedem Sachverständigen als solcher klar vor die Augen tritt?

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, daß das eigentlich über ein börsensachverständiges Urtheil hinausgeht und auf allgemeine Verhältnisse übergreift. Ich bin der Ansicht, daß diese Entwickelung seit 20 Jahren wohl gekommen wäre, ob wir nun per Kassa gehandelt haben oder per Termin. Wir hätten ebensogut wie in New-York mit täglicher Regulirung große Spekulationen gemacht. Das Publikum will spekuliren, und durch Kassahandel ändern Sie daran nichts. Durch den Terminhandel findet eine gewisse Erleichterung statt, das gebe ich zu.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das ist doch nicht zu leugnen, daß seit Ende der sechziger Jahre eine erheblich größere Betheiligung an den Transaktionen der Börse stattgefunden hat, während früher die Anlegung von Papieren in Hypotheken, soliden Staatspapieren, Pfandbriefen u. s. w. bei dem großen und kleinen Publikum viel beliebter war als jetzt. Ob nicht gerade durch die Einwirkung der Börse, durch die Mittel der Anpreisung und durch andere Momente die Spekulationswuth des Publikums vorzugsweise erst herangezogen und großgezogen worden ist, das scheint mir der Erwägung zu bedürfen.

Sachv. **Salomon:** Soweit meine Erinnerung reicht, haben wir schon in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre auch eine Betheiligung des Publikums an allerhand Aktien, Löbau-Zittau u. s. w. gehabt. Das sind periodische Wellenschwankungen. In den fünfziger Jahren spekulirten die Kutscher an der Börse mit — man machte damals diesen Witz — 1860, 1870 war schon ein erhebliches Interesse des Publikums an den Geschäften der Börse vorhanden.

Vorsitzender: An der Wiener Börse existirte früher auch ein großes Termingeschäft. Das ist aber zurückgegangen. Es wird wöchentlich regulirt.

Sachv. **Salomon:** Daß man die wöchentliche Regulirung gewählt hat, lag daran, daß es an kapitalkräftigen Mitgliedern der Börse in genügender Zahl gefehlt hat, während bei uns ein mehr reeller, wohlhabender Stamm von Börsenbesuchern vorhanden war. Die Wiener getrauten sich nicht, auf vier Wochen ihre Geschäfte miteinander zu machen, sondern nur auf wenige Tage, um das Risiko zu beschränken.

Vorsitzender: Hier hatten wir früher eine Medio-Liquidation.

Sachv. **Salomon:** Die ist in Berlin ganz eingegangen.

Vorsitzender: In London verhält es sich aber anders?

Sachv. **Salomon:** In London existirt die Medio-Liquidation.

Vorsitzender: Frage 16 regt an, ob es sich empfehlen würde, den Terminhandel für gewisse Waaren und Gattungen von Effekten auszuschließen oder zu ver-

bieten oder gewisse Voraussetzungen aufzustellen, z. B. ein hohes Mindestkapital? In der Beziehung ist von einigen der Herren Sachverständigen hervorgehoben, daß der Terminhandel eine Berechtigung habe, sobald ein großes Interesse an dem Papier sich entwickelt habe.

Sachv. **Salomon:** Ich stimme dem zu, daß ein Mindestkapital bestehen soll, und zwar deshalb, weil sonst eine genügende Anzahl von Papieren zur Lieferung nicht vorhanden ist. Bei der Berliner Börse haben wir ein Mindestkapital von circa 12 Millionen Mark. Wir haben z. B. noch bei Gruson-Aktien die Zulassung abgelehnt. Wenn es irgend statthaft ist, machen wir die Zulassung zum Ultimohandel sehr schwierig.

Vorsitzender: Manche Herren wollten noch weiter gehen, bis auf 30 Millionen.

Sachv. **Salomon:** Ich halte das jetzige Minimum von 12 Millionen für genügend, weil ich das, was für die Erhöhung des Minimum geltend gemacht wird, daß nicht einzelne Leute das Papier beherrschen sollen, nicht für zutreffend halte. Es kann auch ein Papier von 50 Millionen von einem Einzelnen regiert werden, ebenso gut, wie eins von 12 Millionen. Wir haben bedeutende Konsortialgeschäfte großer Bankhäuser gehabt, die in allerhöchsten Summen Unternehmungen machten und sich zusammenfanden. Da sind schließlich 12, 20, 30 Millionen ganz gleichgültig.

Vorsitzender: Die Sachverständigen aus Frankfurt waren auch für 20 Millionen. Einige Berliner wollen allerdings gar keine Beschränkung zulassen. Sie würden für 12 Millionen sein?

Sachv. **Salomon:** Der Verkehr hat sich daran gewöhnt, und es hat sich insofern kein Nachtheil herausgebildet, als eine Schwänze nicht vorgekommen ist.

Vorsitzender: Damit würden Sie also kleinere Industrieaktien ausschließen?

Sachv. **Salomon:** Von selbst.

Vorsitzender: Werden hier nicht die Dannenbaum-Aktien, die nur 11 Millionen Grundkapital haben, amtlich notirt?

Sachv. **Salomon:** Da haben wir große Verhandlungen gehabt. Nachdem sich das Papier im dauernden Ultimohandel entwickelt hat, haben wir schließlich den Handel und die nichtamtliche Notirung auf Zeit genehmigt.

Sachv. **Schinckel:** Im Großen und Ganzen kann ich mich nur den Ausführungen des Herrn Vorredners anschließen. Ich bin der Meinung, daß der Terminhandel eine wirthschaftliche Nothwendigkeit ist, sei es für Waaren, sei es für Effekten. Sobald ein Geschäft in dem betreffenden Artikel einen solchen Umfang annimmt, daß der Terminhandel für die Beweglichkeit und den Umfang des Geschäfts nothwendig ist, insofern, sage ich, ist der Terminhandel ein wirthschaftlicher Vortheil, nicht blos für Waaren, sondern auch für Effekten. Aus dem angegebenen Grund halte ich ihn für unentbehrlich. Ich glaube, daß Preisschwankungen in noch viel höherem Maße ohne den Terminhandel Platz greifen würden, da die Spekulation — in gewisser Beziehung ist sie ein gesundes Unternehmen, ohne eine gesunde Spekulation kann der Verkehr nicht bleiben — sich auf Kassageschäfte werfen würde. Ich bin der Meinung, daß für die, die nicht berechtigt sind zur Spekulation nach ihren Vermögensverhältnissen oder nicht vernünftig sind, diese Versuchung dadurch akkurat dieselbe sein würde, wenn man den Terminhandel verbieten würde; daß man

diejenigen Kommissionäre, welche diese Kundschaft kultiviren, nicht zurückschrecken würde, Kassageschäfte zu machen. Ich glaube nicht, daß sie größere Einschüsse für das Kassageschäft verlangen würden. Ich glaube, daß Sie mit einem Verbot diese Auswüchse nicht beseitigen, den Verkehr aber in großem Maße schädigen würden.

Vorsitzender: Wäre nicht ein größerer Kredit nöthig, wenn jemand Kassageschäfte in größerem Umfange macht?

Sachv. **Schinckel:** Wenn jemand 3 000 bis 4 000 Mark Einschüsse macht, um 750 000 Mark per Ultimo zu handeln, so würde er das im Kassageschäft auch thun. Er würde überall auf das Papier Geld bekommen durch Reportirung oder Deponirung. Es würde allerdings die Sache sehr vertheuern.

Vorsitzender: Also dies würde das Geschäft sehr vertheuern.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie sagen, es würde im Großen und Ganzen nichts geändert werden. Die Kommissionäre würden nicht zurückgeschreckt werden. Ist das in der That so richtig? Wenn die Spekulation sich auf ein Papier bezieht, das großen Kursschwankungen ausgesetzt ist, so glaube ich nicht, daß das Kommissionshaus so leicht bereit sein würde, dieses Papier zu reportiren. Man würde höchstens 60, 70 Prozent darauf geben, während er 100 Prozent des Kaufpreises auszahlen muß. Die kleinen Kommissionshäuser gerade sind es, die erfahrungsgemäß mit ganz kleinen Mitteln arbeiten; ob es ihnen möglich sein würde, in großem Umfange derartige Operationen vorzunehmen, möchte ich zu bezweifeln wagen.

Sachv. **Schinckel:** Meiner Ansicht nach würden sie einen solchen Kredit genießen. Wie heute dieser Kredit ihnen gestattet, ein großes Ultimogeschäft zu vermitteln, so würde der Kredit an der Börse auch genügen, um ihnen Geld für die per Kassa zu handelnden Geschäfte zu verschaffen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Darauf kann ich erwidern, daß nach meinen Erfahrungen in außerordentlich vielen Fällen diese Geschäfte gar nicht von kleinen Kommissionshäusern abgeschlossen werden, sondern daß sie lediglich in sich selbst spekuliren, und daß hierin der Hauptvortheil für diese Häuser liegt. Die Leute würden in den wenigsten Fällen über einen Kredit von Millionen verfügen. Ich kenne einen Fall, wo ein Kommis in Westfalen mit 800 Thalern Gehalt Geschäfte von monatlich 1½ Millionen Mark mit einem kleinen Bankhause gemacht hat. Es kann gar nicht die Rede davon sein, daß das Bankhaus die Geschäfte ausgeführt hat. Ich meine, eine Beschränkung des Terminhandels würde nach der Richtung wohlthätig wirken.

Sachv. **Schinckel:** Ich glaube, daß diese Ansicht doch eine irrige ist, Herr Geheimrath. Wenn ein Kommissionshaus das alles in sich macht und sich an der Börse nicht deckt, so würde das Verbot es auch nicht treffen. Es würde trotzdem mit dem Kommis von 800 Thalern ein Geschäft machen. Diese Verhältnisse kenne ich nicht, das ist mir neu, das habe ich nicht für möglich gehalten, daß es Leute geben soll, die das alles in sich machen. In solchem Umfange hielt ich das für ausgeschlossen. Aber in der Praxis würden diese Leute durch ein Gesetz absolut nicht getroffen werden; das sind Spielerbanden, die mit der Börse absolut nichts zu thun haben.

Sie könnten eben so gut auf der Rennbahn oder sonst irgendwo spielen. Damit hätten wir nichts zu thun, sondern nur mit Leuten, die an der Börse Geschäfte machen unter dem Schutz von amtlichen Notizen. Wie wollen Sie die Geschäfte, die außerhalb der Börse gemacht werden, hindern?

Vorsitzender: Wir kommen damit auf das Gebiet des Kommissionshandels. Jetzt sind wir aber bei dem Terminhandel und bei der Börse.

Sachv. **Schinckel:** Eben da glaube ich, daß der Kredit derselbe sein würde. Wenn Jemand an der Börse Kredit hat, um große Termintransaktionen zu machen, so wird er auch Geld für Kassageschäfte finden.

Vorsitzender: Soweit er ein reelles Kassageschäft macht, muß er das Papier bezahlen. Es ist ganz richtig, daß er nicht den ganzen Betrag als Darlehn bekommen würde, wenn er lombardirt, sondern nur einen Theil desselben.

Sachv. **Salomon:** Vorausgesetzt, daß wir den Terminhandel abschaffen, so würde die Spekulation sich, ebenso wie jetzt, nach oben und nach unten etabliren. Es würde sich in demselben Verhältniß ein gefährlicherer Handel von Tag zu Tag per Kassa entwickeln.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dem gegenüber möchte ich darauf hinweisen, daß wir eine große Anzahl von Industriepapieren haben, die nicht auf Termin gehandelt werden, wo diese Manipulationen bisher nicht in erheblichem Umfang vorgekommen sind.

Sachv. **Salomon:** Sie sind sehr vereinzelt vorgekommen, sie würden in erheblicherem Maße vorkommen, wenn die Kontremineure nicht Gelegenheit gehabt hätten, auf Zeit zu verkaufen, was ihnen bequemer ist.

Vorsitzender: Sie würden also nicht für eine Einschränkung sein, weil Sie annehmen, daß dieselben Mißstände sich auch beim Kassageschäft ergeben würden?

Sachv. **Schinckel:** Weil ich glaube, daß die Börse des Terminhandels gar nicht entrathen kann, sofern derselbe einen größeren Umfang angenommen hat.

Sachv. **Schroeter:** Auf die Frage ad 2 möchte ich keine Antwort geben, weil mir die Kenntnisse fehlen. Auf 3, da ist schon vorher erwähnt, daß eigentlich alle Erwerbsklassen der Mehrzahl nach betheiligt sind. Außer den Kaufleuten und Privatleuten, wie schon angedeutet, Getreidemühlen, Oelmühlen, Brennereien, Spritfabrikationen, sie alle betheiligen sich beim Terminhandel sehr häufig. Für die ist in der That das Termingeschäft ein wirthschaftliches Bedürfniß, speziell bei uns in Königsberg tritt das wirthschaftliche Bedürfniß in Rubeln sehr lebhaft hervor für diejenigen Artikel, die von Rußland gekauft werden, Holz, Flachs, Hanf, Pferde, dann wiederum im Import nach Rußland, im Theegeschäft. Da ist der Terminhandel in Rubeln nothwendig. Könnte man sich nicht den Kurs des Rubels auf längere Zeit sichern, so würde das Geschäft in diesen Artikeln für die Königsberger mit dem allergrößten Risiko verknüpft sein. Ich halte darum den Terminhandel allgemein für ein wirthschaftliches Bedürfniß.

Vorsitzender: Auch in Bankaktien und Industriepapieren?

Sachv. **Schröter:** Ich habe speziell von Waaren gesprochen. Das ist mir zweifelhaft, ob man behaupten kann, daß ein wirthschaftliches Bedürfniß für den Terminhandel in Industriepapieren, Bergwerksaktien vorliegt. Ich bin aber der Meinung, daß eine Einschränkung,

ein Verbot nicht zu empfehlen ist, weil es nicht zu dem erwünschten Ziel führen würde, nämlich zur Einschränkung der Spekulation. Die Folge würde die sein, daß die Spekulation sich auf so und so viel andere Werthe, die nicht verboten werden können, wirft.

Was die Preisschwankungen anlangt, bin ich der Ansicht, daß durch das Termingeschäft die Preisschwankungen mehr ausgeglichen werden und nicht so heftig auftreten, wie sie lediglich beim Loco- und Kassageschäft auftreten würden. Zum Theil ist der Beweis dafür geliefert durch den Hinweis auf den amerikanischen Handel.

Vorsitzender: Es werden eine Reihe von Vorschlägen gemacht, um dem entbehrlichen bezw. schädlichen Terminhandel entgegenzutreten.

Sachv. **Schröter:** In Bezug auf die Höhe des Kapitals ist schon von berufener Seite die Ansicht kundgegeben worden für Berlin. Ich bin auch der Meinung, daß eine gewisse Summe festgesetzt werden soll. Wie hoch für die einzelnen Börsen, vermag ich nicht zu entscheiden.

Mitwirkung der staatlichen Behörden? Gegen die möchte ich mich erklären.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte nur eine Frage an den Herrn Sachverstandigen richten: Auf wie lange Zeit werden Rubel gehandelt?

Sachv. **Schröter:** Auf 6 Monate.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Kommt es nicht auch für sehr viel längere Zeit vor?

Sachv. **Schröter:** Bei uns in Königsberg ist das ein vollständig solides Geschäft, das sich lediglich nach dem Bedürfniß richtet. Ich weiß das nicht. Ich kann aber nicht annehmen daß die Waarenhändler, die den Terminhandel benutzen, auf Jahre hinaus ein Bedürfniß danach haben sollten.

Professor Dr. **Cohn:** Wird nicht auch auf kürzere Termine, per Ultimo gehandelt?

Sachv. **Schröter:** Natürlich, je nachdem das Bedürfniß ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie sprachen von Lieferungsterminen — ist das richtig — im Frühjahr, im Herbst, im Zusammenhang mit dem Waarenhandel?

Sachv. **Schröter:** Nicht im Zusammenhang, sondern, wie schon angedeutet, daß der Händler zum Empfang berechtigt ist auf den Termin, zu welchem er die Rubel braucht.

Vorsitzender: In Königsberg findet auch außerhalb der Börse ein ziemlich regelmäßiges Differenzgeschäft in russischen Rubeln statt.

Sachv. **Finck:** Nach dem Gesagten bleibt mir kaum etwas zu sagen übrig. Zu Punkt 2 möchte ich erwähnen, daß das Termingeschäft durch den großen Umsatz in den betreffenden Effekten hervorgerufen ist. Die Erwerbsklassen oder sonstigen Klassen, die sich vorzugsweise betheiligen, scheinen mir in erster Linie die Banken und Bankiers zu sein, im wesentlichen diejenigen Firmen, die sich mit dem sogenannten Arbitragegeschäft befassen; endlich die Spekulanten, die an allen Börsen leider vielfach maßgebender Weise auftreten.

Daß mit dem Terminhandel Nachtheile verbunden sind, ist wohl außer Frage; dennoch bin ich der Meinung, daß die Vortheile, die er bietet, größer sind, als die Nachtheile, namentlich in schwereren Zeiten, in Krisen hat sich der Terminhandel immer sehr bewährt. Daß die Nach-

theile nicht vorhanden sein würden, wenn die betreffenden Papiere per Kassa gehandelt würden, kann ich nicht annehmen. Im Gegentheil, ich glaube, die Schwankungen würden wahrscheinlich größer sein, wie sie jetzt sind, namentlich in Zeiten der Krisen. In den siebziger Jahren hatte man vielfach eine tägliche Abwickelung, trotzdem waren die Schwankungen ganz ungeheuer.

Ein gewisses Mindestkapital für diejenigen Papiere, die auf Zeit gehandelt werden, scheint jedenfalls sehr wünschenswerth zu sein. Da möchte ich aber den Herren, die an der maßgebenden Börse ihren Sitz haben, nicht vorgreifen.

Vorsitzender: Sind Sie für 12 Millionen?

Sachv. **Finck:** Ich hatte auch an 10 Millionen gedacht.

Vorsitzender: Wie ist es in München?

Sachv. **Finck:** Bei uns werden nur diejenigen Papiere auf Zeit gehandelt, die hier in Berlin auf Zeit gehandelt werden. Lokalpapiere überhaupt nicht.

Vorsitzender: Die Münchener Handelskammer hat sich gegen den Terminhandel in Kaffee erklärt. Sie führt an, daß eine Reihe von anderen Handelskammern gleichfalls eine Einschränkung des Terminhandels gewünscht haben in einer Eingabe an den Herrn Reichskanzler.

Sachv. **Finck:** Ich glaube, daß die Personenfrage gerade in dieser Sache eine Rolle gespielt hat. Ein bedeutendes Mitglied der Branche ist Mitglied der Handelskammer und diesem stehen Erfahrungen zur Seite, die ich nicht besitze.

Vorsitzender: Eine staatliche Genehmigung würden Sie nicht befürworten?

Sachv. **Finck:** Das würde ich nicht wünschen.

Sachv. **Metzler:** Ich schließe mich den Herren an, soweit sie sich gegen das Verbot des Terminhandels ausgesprochen haben.

Vorsitzender: Wollen Sie ein Mindestkapital verlangen?

Sachv. **Metzler:** 10 Millionen.

Vorsitzender: In Frankfurt besteht wohl keine bestimmte Vorschrift darüber. Sie sind also auch für 10 Millionen.

Sachv. **Volkmar:** Hier handelt es sich blos um eine etwaige objektive Beschränkung der Termingeschäfte. Beseitigen kann man sie unmöglich. Das hat auch die alte preußische Gesetzgebung nicht gethan. Soweit es sich um Fragen, wie das Mindestkapital handelt, muß man den betheiligten Kreisen die nöthige Sachkenntniß zutrauen.

Sachv. **Munk:** Ich würde mir erlauben vorzuschlagen, daß zum Terminhandel nur solche Waaren oder Werthpapiere zugelassen werden sollen, in welchen ein internationaler Handel stattfindet. Die Zulassung soll erfolgen auf Antrag der zuständigen Organe des Handelsstandes durch Anordnung der obersten Verwaltungsbehörde des Staates, prinzipaliter also des Reichskanzlers. Meines Erachtens ist davon auszugehen, daß der Terminhandel selbst nothwendig ist. Ich glaube nicht, daß ich seine Nothwendigkeit hier näher zu begründen brauche. Wenn man sich die Frage vorlegt, wie der Terminhandel eigentlich die Aufgabe des Handels im Allgemeinen, die billigsten Bezugsquellen ausfindig zu machen und die Waare auf die billigste und schnellste Weise in die Hand zu leiten, die ihrer am dringendsten bedarf, erfüllt, so muß man

erstaunen über die Einfachheit des Verfahrens. Die Geschäfte werden von jeder Beziehung zu einem bestimmten Waarenposten losgelöst; sie stehen unabhängig, selbstständig nebeneinander; ihre materielle Beziehung zu den Waarenposten tritt erst hervor bei der Abrechnung am letzten des Monats; da werden alle die Zwischengeschäfte, die gemacht sind, gegen einander aufgehoben; da wird erst ermittelt, wer zu liefern, wer abzunehmen hat. Möglichgemacht wird das Verfahren dadurch, daß die einzelnen Termingeschäfte von aller Individualität der Waare losgelöst sind; sie werden abgeschlossen in ganz typischer Weise nach den Gebräuchen einer bestimmten Börse; ein Geschäft gleicht ganz dem anderen; es wäre nicht unberechtigt, von Gattungsgeschäften zu sprechen; diese Eigenschaft tritt hervor bei der Abrechnung; sie macht es möglich, daß die einzelnen Geschäfte gegen einander aufgehoben werden; das ist die juristische Seite.

Wenn man die wirthschaftliche Seite in Betracht zieht, so ist der Terminhandel zunächst Börsenhandel; er wird meist an der Börse und stets unter den Bedingungen einer bestimmten Börse abgeschlossen. Der Terminhandel ist ferner Großhandel. Der einzelne Schluß kann nach den Börsenusancen immer nur große Waarenmengen zum Gegenstande haben, z. B. bei Effekten 15 000 Mark, bei Produkten 50 Tonnen Weizen u. s. w. Der Terminhandel ist endlich internationaler Handel. Das wird bestätigt durch die historische Entwickelung. Er hat zuerst sich entwickelt im 17. Jahrhundert in den Niederlanden, hat seinen vollkommenen Abschluß aber erst in diesem Jahrhundert erfahren, als in Folge der modernen Verkehrsmittel der Handel sich zum Welthandel entfaltete. Zum Beweis dient weiter die Thatsache, daß die Gegenstände des Terminhandels zugleich Welthandelsartikel sind. Dem internationalen Charakter entspricht auch die Art des Betriebes. Betrieben wird er stets unter Berücksichtigung der Gesammtlage des Weltmarkts und zwar sowohl des Handels im Allgemeinen, wie der betreffenden Waarengattung im Besondern. Er wird ferner betrieben unter engster Verbindung sämmtlicher Börsen untereinander.

Wenn man nunmehr feststellen kann, daß der Terminhandel nichts anderes ist, als die charakteristische Geschäftsform des Welthandels, so folgt, daß nur solche Gegenstände sich dazu eignen, welche auch Gegenstände des internationalen Handels sind. Nicht alle Gegenstände des internationalen Handels eignen sich jedoch zu Gegenständen des Terminhandels. Zunächst ist dazu erforderlich eine Waare, welche den Charakter der reinen Gattungswaare hat, und dazu gehört, daß es möglich ist, in dieser ein Durchschnittsmuster, einen sogenannten Standard herzustellen. Eine zweite Bedingung ist, daß ein ausgedehnter Bedarf und eine ausgedehnte Produktion in diesen Gegenständen stattfindet. Eine dritte Bedingung ist die, weil ein Terminhandel nur nöthig ist, um sich gegen große Preisschwankungen zu schützen, so ist ein Gegenstand nothwendig, in welchem häufige Preisschwankungen stattfinden. Diesen Anforderungen genügen die im Großen gewonnenen Naturerzeugnisse; denn wenn auch der Bedarf darin sich ziemlich gleichbleibt, so hängt doch die Produktion von unberechenbaren Faktoren, wie Größe der Anbauflächen und Witterung, ab. Schwierigkeit macht nur die Feststellung eines Durchschnittsmusters. Bei Halb-Fabrikaten ist es zwar leicht, ein Durchschnittsmuster herzustellen, aber die einzelnen Fabrikate sind nicht ohne Weiteres Gegenstände des Welthandels. Dasselbe gilt in noch höherem Maße vom Werthpapier. Man hat gesagt, daß Werthpapiere vom Terminhandel überhaupt auszuschließen

sind. Der Ansicht bin ich nicht. Es besteht ein internationaler Handel darin, der nathwendig ist mit Rücksicht auf die Bedürfnisse des internationalen Kredits, weil sonst eine kostspielige und gefährliche Versendung der Effekten nicht zu vermeiden wäre. Bei den Werthpapieren ist die absolute Gattungsnatur klar, aber es ist nicht überall der internatianale Charakter varhanden; insbesondere giebt es eine Reihe von Werthpapieren, die einen rein lokalen oder nationalen Charakter haben. Es würde sich empfehlen, daß diese Papiere nicht zum Terminhandel zugelassen werden. Nun kommt noch hinzu bei Werthpapieren, daß hier keine Produktian stattfindet, wie sie bei Waaren stets vorhanden ist. Die Folge ist, daß der Umfang des größten möglichen Angebots in dem Werthpapiere von vorn herein, ein für allemal feststeht. Hieraus ergiebt sich die Möglichkeit, daß einzelne wahl in der Lage sind, den Markt darin zu beherrschen. Die Möglichkeit ist um so größer, je geringer das Quantum ist, welches in einem derartigen Werthpapier existirt. Es giebt eine ganze Reihe van Werthpapieren, die sich der Herrschaft des einzelnen Privatmanns nicht entziehen. Daraus entsteht eine graße Gefahr, weil der Terminhandel eine objektive Beschränkung hinsichtlich des Quantums nicht kennt, sondern subjektiv nur abhängig ist vom Wagemuth und vam Kredit des Einzelnen. Ich würde daraus folgern, daß der Terminhandel in Werthpapieren beschränkt werden muß. Vor Allem müßte aufgehoben werden der Terminhandel in solchen Papieren, die wegen ihrer Geringfügigkeit van den einzelnen Privatpersonen leicht beherrscht werden können.

Wenn man sich die Frage vorlegt, was gesetzgeberisch angeordnet werden kann, so läßt sich bestimmen, daß zum Terminhandel nur falche Gegenstande zugelassen werden sollen, welche gleichzeitig Gegenstände des internatianalen Handels sind. Es empfiehlt sich dagegen nicht, weitere Bedingungen gesetzgeberisch festzulegen, im Wege van Verwaltungsgrundsätzen aber würde festgelegt werden können, welche Papiere im Einzelnen sich dazu eignen. Man kann nur soviel fordern, daß die Entscheidung darüber, ab Gegenstände, Waaren ader Werthpapiere zum Terminhandel zugelassen werden sollen, nicht schlechthin den Börsenorganen überlassen werde, denn bei graßen Aktienunternehmungen bildet es nicht selten einen Gegenstand des Ehrgeizes der Leiter der Unternehmung, das Papier zum Terminhandel zugelassen zu sehen, weil dadurch gleichzeitig der Welthandelscharakter dieses Unternehmens mit konstatirt wird. Die Börsenorgane werden nicht unter allen Umständen diejenige Widerstandskraft gegen die Bestrebungen einflußreicher Kaufleute haben, um die Zulassung zu verhindern. Weil es sich aber nicht ausschließlich um Interessen des Handelsstandes handelt, so ist es meines Erachtens geboten, daß die Entscheidung darüber bestimmten Verwaltungsorganen des Staates übertragen werde, prinzipaliter dem Deutschen Reichskanzler oder wenn die Frage den Einzelstaaten überlassen werden soll, den staatlichen Verwaltungsbehörden.

Vorsitzender: Sie haben den Einwand nicht gewürdigt, daß dieselben Nachtheile auch beim Kassageschäft hervortreten können. Man muß dach einen bestimmten praktischen Zweck verfolgen, wenn man das Termingeschäft in so eingreifender Weise beschränken und die Entscheidung darüber sogar der höchsten Behörde im Reiche anheimstellen will.

Sachv. **Munk:** Ich kann mir nicht denken, daß dieselben Nachtheile hervortreten, die beim Termingeschäft hervorgetreten sind, weil der Spekulatian beim Kassageschäft sehr viel engere Grenzen gezagen sind als beim

Terminhandel. Da ist der Einzelne nicht in der Lage, eine unbeschränkt große Summe zu kaufen oder zu verkaufen, das verbietet sich beim Kassageschäft ganz von selbst. Es kann zwar auch möglicher Weise eine dreitägige Frist gesetzt werden zur Abnahme und in dieser Frist, wie an der New-Yorker Börse, das entgegengesetzte Geschäft gemacht und so das Kassageschäft dem Termingeschäft genähert werden. Indessen würde kein Hinderniß entgegenstehen, als Bedingung vorzuschreiben, daß die Abnahme eines Papieres in 24 Stunden zu erfolgen hat. Dann halte ich es für ausgeschlossen, daß Jemand auf Spekulation kauft, um morgen wieder zu verkaufen. Das würde nicht einen so großen Schaden verursachen, wie die Verhältnisse beim Terminhandel. Ich kann mir daher nicht denken, daß mit dem Kassageschäft so erhebliche und schwerwiegende Nachtheile verknüpft sein können.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob bei Prozessen, in denen es sich um Spekulationen handelte und die zu seiner Entscheidung gekommen sind, es sich vorzugsweise um den Terminhandel oder um das Kassageschäft gehandelt hat.

Sachv. **Munk:** Meistentheils waren wohl die Geschäfte, die zur richterlichen Kognition gekommen sind, Termingeschäfte. Daraus kann man sich aber ein entscheidendes Urtheil nicht bilden. Das sind immer nothleidende Geschäfte. Die Kassageschäfte sind in der Regel nicht nothleidend.

Vorsitzender: Die Entscheidung würde für den Reichskanzler außerordentlich schwierig sein. Namentlich bei Papieren wäre es schwer zu sagen, welche im internationalen Verkehr stehen und welche nicht.

Sachv. **Munk:** Ich habe meinen Vorschlag dahin formulirt, daß die Entscheidung über die Zulassung auf Antrag der Organe des Handelsstandes erfolgen soll. Der Reichskanzler soll nicht souverän vorgehen, sondern der Antrag soll ausgehen von den zuständigen Organen z. B. von den Aeltesten; wenn diese gefunden haben, daß die Voraussetzungen für die Zulassung vorhanden sind, so wird es Sache des Reichskanzlers sein zu prüfen, ob alle die Vorsichtsmaßregeln beobachtet sind, die beobachtet werden müssen, eventuell aus diesem Gesichtspunkt die Zulassung zu versagen. Das ist mein Vorschlag.

Vorsitzender: Mir scheinen die Kennzeichen etwas unbestimmt, welche Gegenstände im internationalen Handel sind.

Sachv. **Munk:** Das ist schwer hinterher zu sagen, wenn einmal ein Papier zum Terminhandel zugelassen ist, denn dann entwickelt sich immer ein internationaler Handel. Nach der Zulassung kann man nicht mehr beurtheilen, ob die Zulassung gerechtfertigt war oder nicht. Aber die Frage, ob ein internationaler Handel in einem Gegenstande stattfindet, dürfte vorher doch so schwer nicht zu beantworten sein, namentlich von den Organen des Handelstandes; die werden doch wohl wissen, ob ein Handel nur lokaler oder nationaler Natur ist, oder ob die Börsen unter einander bereits derartige Geschäfte machen, daß man sagen kann, der Handel ist international.

Vorsitzender: Das deutsche Wirthschaftsgebiet ist auch schon recht groß; der Handel zwischen Süd- und Nord, zwischen Ost- und Westdeutschland soll also Ihrer Meinung nach nicht genügen zur Zulassung eines Terminhandels?

Sachv. **Munk:** Nein, ich will, daß der Charakter des Terminhandels ein internationaler sein soll.

Vorsitzender: Bei Produkten würde man sagen können: fast jedes Produkt ist Gegenstand des internationalen Handels.

Sachv. **Munk:** Die Schwierigkeit bei Produkten besteht nur hinsichtlich des Standards, weil es schwierig ist, ein Durchschnittsmuster zu finden, das typisch ist.

Vorsitzender: Bei den großen Gegenständen der Volksernährung ist der Standard doch nicht so schwer zu finden.

Sachv. **Munk:** Doch, die Bestrebungen der Börse gehen dahin, diese Anforderungen herabzumindern, weil in den verschiedenen Ländern verschiedene Verhältnisse sind.

Vorsitzender: Bei Halbfabrikaten würde es schwieriger sein?

Sachv. **Munk:** Nein, viel leichter, aber sie werden nicht immer Artikel des Welthandels sein.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Herr Sachverständige will die Beschlußfassung über die Zulassung gewisser Effekten zum Terminhandel von der Entschließung einer der höchsten Reichsbehörden abhängig machen. Er hat gehört, daß vielleicht nirgends die Spekulation größer ist, als in New York, wo nur Kassageschäfte stattfinden, und weiß vielleicht, daß an der Wiener Börse, wo früher ebenfalls nur per Kasse gehandelt wurde, das Termingeschäft eingeführt ist gerade in Folge des großen Krachs in den siebziger Jahren. Ich möchte nun wissen, ob er angesichts dieser Thatsachen der Entscheidung über die Zulassung zur Zeitnotiz wirklich eine so große Wichtigkeit beilegt, daß er dafür einen solchen Apparat in Bewegung setzen will.

Sachv. **Munk:** Ich meine, daß der Apparat so groß doch nicht ist. In erster Reihe wollte ich die Initiative den Organen des Handelsstandes übertragen, und den obersten staatlichen Organen lediglich das Aufsichtsrecht lassen; das dürfte doch so schwierig nicht sein. Der Reichskanzler und die Staatsbehörden haben nichts weiter zu thun als nachzuprüfen, ob die Gründe für die Zulassung zutreffen. Dabei können besondere Gesichtspunkte in Betracht kommen. Es würde sehr leicht unter Umständen bei Werthpapieren in Frage kommen, ob die in der That diejenige Größe haben, die erforderlich ist um zum Terminhandel geeignet zu sein, ob 10 Millionen Mark ausreichen, um ein derartiges Papier für geeignet zu erachten, oder ob man andere Grundsätze festsetzen soll. Dann würde sehr wohl der Reichskanzler in der Lage sein, Grundsätze aufzustellen, denn die einzelnen Organe des Kaufmannsstandes unterliegen sehr leicht der Versuchung, dem Einfluß bedeutender Handels-Kaufleute nachgeben zu müssen. Es handelt sich hier aber nicht blos um Interessen des Handelsstandes, sondern im allgemeinen Interesse liegt es, daß die Entscheidung in die Hände derjenigen Organe gelegt werde, welche mit der Wahrung der öffentlichen Interessen betraut sind: das ist meines Erachtens, wenn man allgemeine Rechtsätze für Deutschland schaffen will, der Reichskanzler, wenn man die Regelung der Verhältnisse den Einzelstaaten überlassen will, in Preußen das Staatsministerium.

Freiherr **von Huene:** Ich will annehmen, die Sache ließe sich durchführen, wie würde der Herr Sachverständige sich denken, daß man dem Einwand entgegentreten könnte, daß damit, wie die Zustände in New-York beweisen, dem Kreditunfug durchaus nicht gesteuert ist, daß Leute, um ein Geschäft zu machen, 100 Prozent zahlen. Ich möchte wissen, wie der Herr Sachverständige glaubt, daß man diesem Unfug vorbeugen könnte. Wenn bei uns

die Sache in dieser Weise gemacht wird, daß blos größere Papiere per ultimo gehandelt werden, ob sich nicht die Spekulation im Kassageschäft dann auf eine große Menge von anderen Papieren werfen wird.

Sachv. **Munk:** Das halte ich für unausführbar zu verhindern, daß jemandem Kredit gegeben wird. Aber die Schäden, die dabei sich ergeben können, stehen in keinem Verhältniß zu den Schäden im Terminhandel. Wenn ich 50 000 Mark in einem Papier per Kassa kaufe, während ich nur 20 000 Mark bezahlen kann, so wird mir vielleicht der Kommissionär 30 000 Mark kreditiren, aber die Gefahr kann nicht eintreten, daß ich über eine Million verfügen kann; diesen Kredit giebt mir kein Mensch.

(Sehr richtig!)

Wenn ich überhaupt nur 20 000 Mark bezahlen kann, so kann ich nicht für eine Million per Kassa, wohl aber auf Termin kaufen oder verkaufen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie setzen den Fall, daß ein einzelnes Kassageschäft auf Kredit gemacht wird und zwar indem der Kommissionär es durch Abschluß mit einem Dritten ausrichtet. Wie aber, wenn er es in sich macht, und überhaupt, wenn unter Kreditirung von Preis und Abnahme die Erledigung durch fernere Kassageschäfte bedungen ist? Ich sehe nicht ein, warum man da nicht ganz denselben Effekt erzielen kann, wie auf dem Wege des Differenzgeschäftes. Die Rechtskonsequenz müßte die sein: das Ganze hätte dann immer wieder die Eigenschaft eines ungültigen, nur verschleierten Differenzgeschäftes.

Sachv. **Munk:** Die Frage, wie weit der Terminhandel bezüglich der Personen zu beschränken ist, werde ich mir erlauben, demnächst zu erörtern.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Soll sich die Entscheidung der Behörden auf die Zulassung lediglich zur Notiz oder überhaupt zum Handel und speziell zum Börsenhandel beziehen? Ersterenfalls würde man nicht deshalb ein Termingeschäft für ungültig erklären können, weil es nicht zur Terminnotiz zugelassen ist.

Sachv. **Munk:** Es würde aber doch ausgeschlossen sein, daß eine offizielle Notiz in diesem Gegenstand stattfindet. Dadurch wäre meines Erachtens schon eine erhebliche Schranke dem Terminhandel gesetzt, wenn eine Terminnotiz nicht stattfinden kann. Meines Erachtens würde er sich dann nicht so gefährlich ausdehnen können. Wenn bei Kassageschäften eine kurze Frist zur Lieferung und Abnahme gesetzt wird, so kann ich auch eine solche Gefahr nicht erblicken. Wenn ich auf mehrere Tage spekulire, kann ich nimmermehr die Schäden hervorrufen, als wenn ich auf einen Monat oder auf neun Monate spekulire. Die Spekulation an sich hat gar nichts Gemeinschädliches. Spekuliren ist durchaus volkswirthschaftlich etwas nothwendiges und in jedem Geschäftsbetrieb findet eine Spekulation statt. Das ist weiter nichts als die Benutzung, die scharfsichtige Benutzung einer künftigen Konjunktur.

Vorsitzender: Es ist aber zweifelhaft, ob in dieser Form das Borsenspiel würde eingedämmt werden können, ob es sich nicht in der Form des Kassageschäfts ebenso geltend machen würde, indem man eine ganze Reihe von Kassageschäften hintereinander macht, die nicht realiter erfüllt werden, jedenfalls aber einfach durch Kompensation ausgeglichen werden können.

Sachv. **Munk:** Kassageschäfte können meines Erachtens durch Kompensation nicht ausgeglichen werden, wenn ich an demselben Tage kaufe oder verkaufe. Es

giebt dann nur eine einzige Notiz, ich kann nicht sehen, wie da die Kursdifferenz herauskommen kann.

Vorsitzender: Auch in Wien werden im größten Umfange nur Kassageschäfte abgeschlossen; aber es wird ebenso wild spekulirt, wie im Termingeschäft.

Sachv. **Munk:** Ich würde dem durch die Vorschrift entgegentreten, daß in den Börsenbedingungen eine längere Frist als 24 Stunden zur Abnahme nicht gesetzt werden darf.

Sachv. **Schinckel:** Ich wollte zu der Grundidee des Vorredners betonen, daß es nicht dazu kommen würde, daß der Reichskanzler irgend ein Papier zum Terminhandel zuläßt, denn die Vorbedingung soll sein, daß ein internationaler Handel darin stattfindet. Wenn es nicht per ultimo gehandelt wird, wie soll da ein internationaler Handel stattfinden? Das ist die Vorbedingung für den internationalen Handel, daß es in solchem Umfange gehandelt wird. Wenn das als Vorbedingung aufgestellt wird, so wird es nicht dazu kommen. Nun haben Sie allerdings im Prinzip die Spekulation an und für sich für nicht verwerflich gehalten. Ursprünglich glaubte ich, als ob Sie in der Spekulation überhaupt etwas Verwerfliches sehen. Thun Sie das nicht, so verstehe ich nicht ganz, wie Sie jetzt nur eine Spekulation per Kassa für wirthschaftlich gut und erforderlich halten, Sie würden ja dann ganz und gar verhindern, daß auch à la baisse spekulirt wird. Man kann bekanntlich nur im Terminhandel à la baisse verkaufen. Ich kann nur wiederholen, daß ich in einem solchen Eingreifen der Spekulation eine Verhinderung der großen Preisschwankungen sehe, wie ich überhaupt glaube, daß eine gesunde Spekulation unentbehrlich ist für unsern Handel und Verkehr. Wenn die Spekulation aufhören würde, würden wir einen wirthschaftlichen Schritt rückwärts machen. Wohin würden wir kommen, wenn Alle nur unter dem Druck der augenblicklichen Verhältnisse kaufen und verkaufen würden; dann würden wir von einer Krisis in die andere fallen. Ich sehe in einer gesunden Spekulation — als solche kann ich allerdings das nicht ansehen, wenn einer ganz außer Verhältniß zu seinem Vermögen sich in eine Spekulation einläßt — ich sehe also in einer gesunden Spekulation ein Präservativ gegen eine große Krisis und große Preisschwankungen. Diese würden kommen, wenn eine Spekulation immer nur à la hausse, niemals à la baisse gestattet sein soll.

Sachv. **Munk:** Ich bin durchaus mißverstanden; einmal habe ich nicht erklärt, daß der Terminhandel überhaupt nicht stattfinden darf. Ich habe mir den Vorschlag erlaubt, daß zum Terminhandel nur zugelassen werden dürfen solche Papiere oder Waaren, in welchen ein internationaler Handel stattfindet; dagegen will ich die Handelsfreiheit in keiner Weise beschränken. Wenn Leute es für zweckmäßig halten, ein Termingeschäft zu machen in irgend welchen Gegenständen, so hindert sie mein Vorschlag daran garnicht. Die Börse ist meines Erachtens mündig. Wohl aber bin ich der Meinung, daß die Börse ein öffentliches Institut ist. Das scheint mir dafür zu sprechen, daß die Zulassung zur Notiz an der Börse beschränkt werden soll auf solche Gegenstände, welche sich zum Terminhandel seinem Begriff und seiner Natur nach eignen. Ich habe mir erlaubt auszuführen, daß sich zum Terminhandel eignen nur solche Gegenstände, in welchen ein internationaler Handel stattfindet. Der Einwurf, es würde kein internationaler Handel vorher stattfinden, ist hinfällig, denn nur dann, wenn ein internationaler Handel stattfindet, würde die Zulassung von den Börsenorganen nachgesucht werden können.

Vorsitzender: Sie sind also der Meinung, daß die Nachtheile die Vortheile überwiegen; sonst würden Sie nicht solche Einschränkungen befürworten. Sie wollen zwar den Terminhandel an sich nicht hindern, aber in gewissen Gegenständen die offizielle Notiz verbieten. Das ist doch immerhin eine Einschränkung des Terminhandels. Dafür müssen prinzipielle Gründe vorliegen, es müssen die Nachtheile die Vortheile überwiegen.

Sachv. **Munk:** Ich will blos die natürlichen Schranken des Terminhandels erhalten. Weil ich festgestellt habe, daß der Terminhandel nichts anderes ist als internationaler Handel, so erlaubte ich mir den Vorschlag, daß er darauf auch beschränkt werden soll.

Vorsitzender: Eine solche Bestimmung besteht wohl in keinem Lande. Dafür muß man doch überwiegend praktische Gründe anführen können.

Sachv. **Munk:** Ich bin mißverstanden. Ich mache nicht den Vorschlag, daß der Terminhandel unzulässig oder verboten sein soll. Ich mache auch nicht den Vorschlag, daß das Termingeschäft in anderen als den zugelassenen Gegenständen ungiltig sein soll, darauf erstreckt sich mein Vorschlag nicht, sondern blos darauf, daß die Zulassung des Terminhandels an bestimmten Börsen zur Notiz ausgeschlossen werden soll. Ich bin der Meinung, daß durch eine derartige Einschränkung dem Terminhandel nicht übermäßige Schranken auferlegt werden.

Graf **Arnim:** Es ist der Einwand gegen die Vorschläge des Herrn Landgerichtsrath Munk gemacht worden, daß dann immer nur à la hausse, nicht à la baisse spekulirt werden könnte. Dann frage ich aber, wie macht es die New Yorker Börse, die bekanntlich in Kassawerthen so außerordentlich spekulirt und natürlich auch à la baisse?

Sachv. **Schinckel:** Darauf habe ich zu erwidern, daß sie sich Stücke leihen, was zu sehr großen Mißständen führt.

Graf **von Arnim:** Ist Ihnen etwa bekannt, daß sogar recht große Häuser in Berlin ihre Depots leihen, um Stücke ultimo bei Stückmangel abzugeben?

Sachv. **Salomon:** Ich wollte bemerken, daß ein nicht offiziell notirter Handel das gefährlichste, bedenklichste und schädlichste ist, was es überhaupt geben kann. Wenn Herr Landgerichtsrath Munk ihn befürwortet, so muß ich dem auf das entschiedenste widersprechen. Wir haben die Erfahrung gemacht, daß nur dann allerseits für eine befriedigende Ordnung gesorgt ist, wenn eine offizielle Notiz stattfindet. Können wir den Handel nicht vermeiden, so muß er registrirt werden; der unkontrolirte Handel ist das allerbedenklichste. Aus diesem Grunde würde ich den Vorschlag des Herrn Munk für undurchführbar halten, seine Eintheilung der Papiere nach nationalen und internationalen aber halte ich für ganz undurchführbar. Wenn uns heute einfiele, in Belgien ostpreußische Südbahn zu handeln, so wären die ostpreußischen Südbahnaktien ein internationales Papier; wer würde das hindern? Eine Begrenzung scheint mir unmöglich. Ich halte diese Vorschläge für ganz undurchführbar, schädlich und nach keiner Richtung hin für erforderlich.

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zunächst dem letzten Herrn Sachverständigen gegenüber bemerken, daß er meines Wissens selbst die Unterscheidung zwischen internationalem Handel und anderen Effekten gemacht hat. Ich habe mir notirt, als er davon sprach, bei internationalem Handel sei ein Terminhandel absolut nothwendig, bei anderen Effekten führte er auch gewisse

Gründe für die Berechtigung an, aber er selbst war es, der diese Unterscheidung bereits gemacht hat.

Dann möchte ich gegenüber dem Herrn Sachverständigen aus Hamburg hervorheben, daß es gerade das Hauptbedenken gegen den Terminhandel ist, daß er losgelöst wird von dem vorhandenen Vorrath und dem vorhandenen Bedarf und daß der Preis nicht durch diese Faktoren bestimmt wird, sondern durch Angebot und Nachfrage, daß also beim Terminhandel ein unbeschränktes Angebot und eine unbeschränkte Nachfrage sich findet, während bei denjenigen Effekten und Waaren, die nicht auf Termin gehandelt werden, das Angebot in dem Vorrath seine Schranke findet und die Nachfrage in dem Bedarf. Nach der Richtung scheint es mir doch kein Fehler zu sein, wenn man es hindert, ein unbeschränktes Angebot auf den Kurs einwirken zu lassen, während thatsächlich nur eine ganz bestimmte Quantität vorhanden ist, daß z. B. ein Angebot von 200 Millionen ostpreußische Südbahn auf dem Markt wirkt, während nur 13 Millionen ostpreußische Südbahn überhaupt vorhanden sind.

In Berlin werden übrigens zum Ultimohandel nur Effekten zugelassen, bei denen sich bereits ein Ultimohandel entwickelt hat. Deshalb entspricht eigentlich die Anregung des Herrn Landgerichtsrath Munk dem gegenwärtigen Zustand, nur daß er die Entscheidung in andere Instanzen legen will. Die Hauptsache aber, weshalb ich um's Wort gebeten habe, ist, die New-Yorker Verhältnisse einigermaßen klar zu stellen. Ich möchte nicht, daß es sich hier als unerschütterlicher Glaube feststellt, daß das Nichtvorhandensein des Termingeschäfts keinen Einfluß auf die Spekulation ausübt. Zunächst möchte ich darauf hinweisen, daß der Nationalcharakter der Amerikaner, der Umfang des Vermögens ein ganz anderer ist, als bei uns, daß dort durch künstliche Machinationen die Spekulation gefördert wird, daß in jedem einzelnen Kaffee, wie mir mitgetheilt ist, telegraphische Mittheilungen über den Stand des Preises des Weizens und anderer Produkte veröffentlicht werden, daß jeder Kaffeebesucher auf die Aenderung des Preises in der nächsten Viertelstunde spekuliren kann. Daß derartige Machinationen die Spekulation in's Ungemessene steigern, liegt auf der Hand. Wenn aber die Spekulation in derartigen Unterstützungen ihre Ursache findet, so würde ich es nicht für berechtigt halten, den Schluß zu ziehen, daß das Kassageschäft keine wirksame Hülfe gegen exorbitante Spekulationen bietet. Es ist doch nicht zu verkennen, daß beim Kassageschäft die Spekulation nach jeder Richtung hin eine Beschränkung erfährt, nach der einen, indem nicht mehr angeboten werden kann als vorhanden ist und nach der anderen, indem nicht mehr gekauft werden kann, als man Geld hat oder Kredit erhält. Es ist zweifellos, daß bei Kassageschäften der Kredit beschränkter ist als bei Zeitgeschäften — darüber bitte ich mich sonst zu belehren. Beim Kassageschäft kann, um bei dem Beispiel des Herrn Munk zu bleiben, derjenige, der 30 000 Mark hat, sich noch 20 000 Mark leihen und ein Geschäft über 50 000 Mark abschließen. Das setzt aber voraus, daß er 30 000 Mark hat und 20 000 zubekommt. Will er aber dies Papier nun wieder als Grundlage zu weiteren Spekulationen machen, so würde er auf dies Effekt einen Kredit nicht mehr bekommen können, da dem Kommissionär bereits ²/₅ des Effekts gehört und er zweifellos nicht gestatten würde, über das andere ³/₅ zu verfügen. Er würde mit diesem einen Geschäft abschließen müssen, wenn er nicht am nächsten Tag weitere Mittel hat, um weitere Spekulationen zu machen. Ich sehe auch nicht, wie ihm auf irgend eine Weise Kredit gegeben werden kann, um diese Schwierigkeit zu beseitigen.

Etwas anderes ist es natürlich bei Zeitgeschäften. Wenn ich ein Zeitgeschäft abschließen will, so kann ich es über Millionen abschließen, auch wenn der Einschuß nur 30 000 Mark beträgt, da der Kommissionär sich sagt, die Kursschwankungen bewegen sich innerhalb solcher Grenzen, daß er bei einem Einschuß von 30 000 Mark nach menschlicher Voraussicht keinen Schaden hat; er würde ein Geschäft machen, das unter Umständen in die Millionen geht. Sind die Kursschwankungen groß, so wird der Kommissionär nur ein kleineres Quantum einkaufen, sind sie klein, so wird er ein größeres Geschäft machen können. Ich sehe nicht ein, und bitte mir das an praktischen Beispielen klar zu legen, warum das New-Yorker Verfahren dazu führen kann, daß Privatpersonen sich in solchen Quantitäten an den Spekulationen betheiligen, wie das in Termingeschäften möglich ist. Ich stehe unter dem Eindruck, daß die Gründe, aus denen in New-York und in Wien das Spekuliren in sehr weite Kreise gedrungen ist, in gewisser Beziehung nicht genügend klar gelegt sind, ich wenigstens habe überzeugende Gründe nicht gefunden, zumal einige Sachverständige darauf hingewiesen haben, daß in New York der Kontrahent jeder Zeit den baaren Einschuß verlangen kann; wenn ich heute ein Kassageschäft mache, welches binnen 24 Stunden abgewickelt werden muß, so kann gleichwohl der Kontrahent den Einschuß des vollen Betrages verlangen. Es ist richtig, daß der Einschuß auch auf dem Wege des Kredits gewährt werden kann; aber es setzt Personen voraus, die in dieser Beziehung vollständig kreditwürdig sind, die Kredit im vollen Umfang bekommen. Darin besteht der Mißstand bei uns, daß Privatpersonen in einer Weise spekuliren, die über ihre eigenen Vermögensverhältnisse hinausgeht. Ein Bankier würde also in New York, wenn er für 50 000 Mark ostpreußische Südbahn kaufen soll, dem Kontrahenten sagen: bestelle mir Sicherheit, und da der Käufer hierzu in den weitaus meisten Fällen nicht im Stande sein würde, namentlich mit Rücksicht darauf, daß die kleinen Bankiers, die solche Geschäfte im Großen und Ganzen machen, nicht über die Mittel verfügen, um ungemessene Summen zur Verfügung zu stellen, so würde das Geschäft unterbleiben.

Es ist noch zu berücksichtigen, daß in New-York das ganze Geschäft ein anderes ist, daß die großen Bankiers sich nicht an der Spekulation betheiligen, daß die Vermögensverhältnisse, die Einkommensverhältnisse ganz anders sind, und daß der Anreiz zum Spiel erheblich größer ist, als bei uns; ich kann mich nicht davon überzeugen, daß die Exemplifikation auf New Yorker Verhältnisse dafür beweisend ist, daß eine Einschränkung des Termingeschäfts nicht eine Einschränkung der Spekulation bewirken würde. Ich möchte hervorheben, daß auch von den Sachverständigen zugegeben ist, daß das Termingeschäft ermunternd und erhöhend auf die Spekulation einwirkt.

Sachv. **Salomon:** Ich wollte zunächst bemerken, daß ich den Unterschied zwischen internationalen und nationalen Papieren aufrecht halte, ich behaupte aber, daß auch ein nationales Papier an einer auswärtigen Börse eingeführt werden kann. Aus diesem Grunde halte ich eine Fixirung nicht für möglich.

Was die Verhältnisse an der New-Yorker Börse anbetrifft, so ist klar, daß Leute, die spekuliren wollen, auch die Form dafür finden, daß sie eine solche Form auch dafür finden werden, wenn das Termingeschäft untersagt wird. Herr Geheimrath Gamp wendet ein, daß es in Kassageschäften schwer sein würde, Geld für den nächsten Tag zu beschaffen. Wenn heute untersagt wird auf Termin zu handeln, so würden die Leute, die überhaupt

spekuliren wollen, einfach sagen: Ich verkaufe Dir ein Papier per Kassa, ich kreditire Dir den Betrag, Du leihest mir das Papier, Du bezahlst mich am Ende des Monats. Was ist da für ein Unterschied!

Für Kassageschäfte würden sich in Zukunft dieselben Verhältnisse etabliren. In New-York ist es so, daß von Tag zu Tag gehandelt wird, daß dabei aber gelegentlich ein großer Haupträuber die Kleinen überfällt, indem er sagt: ich habe sämmtliche Papiere dieser Gattung eingesperrt, heute gebe ich keine herein, ihr müßt mir denn 2 oder 10 Prozent oder ähnlich dazu bezahlen oder sie mir theuer abkaufen. Diese Verhältnisse können wir uns unmöglich wünschen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe den Punkt schon einmal erwähnt, es liegt doch außerordentlich nahe, daß man ein Geschäft schließt, das äußerlich Kassageschäft ist, das man sich aber beliebig für Differenzgewinnzwecke zurechtstellt, indem man sagt: Uebergabe der Stücke und Uebergabe des Geldes findet vor dem und dem Tage nicht statt. Bis zu diesem Tage zu ertheilende Aufträge zu Deckungsgeschäften müssen ausgeführt werden. Ich habe nicht die Spur von Zweifel darüber, daß man auf diesen Ausweg verfallen kann, ohne eine besondere Findigkeit an den Tag zu legen. Das letzte Ventil wäre dann, zu sagen: Das ist in Wahrheit doch ein Zeitgeschäft. Sie legen allen Werth darauf, das Zeitgeschäft soll nicht notirt werden. Sie gehen von dem abstrakten Satz aus, es würde wohl eine Abnahme der Spekulation im allgemeinen stattfinden, wenn die Papiere, die zur Ultimonotiz zugelassen werden, beschränkt werden und die Frage ihrer Zulassung der Diskretion einer Staatsbehörde anheim gegeben wird; Sie stehen nicht auf dem Boden, gerade der Sucht der Leute, welche spielen wollen, entgegenzutreten.

Sachv. **Munk:** Ich will den Terminhandel nicht verbieten, ich gehe blos von dem Grundsatz aus, daß für die Zulassung zum Terminhandel feste Grundsätze bestehen müssen. Nicht in allen Papieren findet heut zu Tage ein Terminhandel statt; das setzt die Zulassung seitens der Börsenorgane voraus, ehe er in größerem Umfange sich entwickelt. Welche Bedeutung das hat, kann man meines Erachtens an einem klassischen Beispiel ersehen. Hamburg hatte sich bemüht darum, daß der Terminhandel in Kaffee an der Börse zugelassen wird und geltend gemacht, daß Havre vorauskomme, weil in Havre der Terminhandel bestand. Wenn es so einfach wäre, daß man Termingeschäfte machen könnte, so wäre nicht einzusehen, warum in Hamburg nicht trotzdem Termingeschäfte gemacht wurden.

Dr. **Jürgens:** Eine offizielle Zulassung des Kaffeetermingeschäfts in Hamburg ist nicht erforderlich gewesen; innerhalb der Interessentenkreise war eine große Partei, die für den Terminhandel war, während eine andere sagte: wir brauchen den Terminhandel nicht. Sobald sich die Auffassung Geltung verschafft hatte, daß der Terminhandel erforderlich sei, und die Grundsätze für das Termingeschäft festgestellt waren, da wurde die Notirung für Termingeschäfte ins Leben gerufen, und das Termingeschäft war etablirt. Eine Zulassung ist das nicht gewesen, ich glaube aber, daß wir diese Frage noch näher zu erörtern und seitens der zu vernehmenden Sachverständigen klar zu legen später Gelegenheit haben werden.

Sachv. **Munk:** Wie kommt es denn, daß die Leute Kassageschäfte machten, obwohl sie der Meinung waren, es sollten Termingeschäfte gemacht werden, wie kommt es, daß die Leute nicht vorher schon Termingeschäfte gemacht haben?

Dr. **Jürgens:** Weil die Notirung fehlte; eine offizielle Zulassung war aber nicht erforderlich.

Sachv. **Munk:** Ich sprach blos von der offiziellen Zulassung, weil es zweckmäßig war, eine solche vorzuschlagen. Wenn andere Grundsätze über die Art der Zulassung bisher stattgefunden haben, so ist das meines Erachtens für die Sache selbst gleichgültig. Ich spreche nur davon, daß die Art, wie die Terminnotiz zugelassen wird, irgend wie beschränkt werden soll; da meine ich, ist es eine wirksame Beschränkung, wenn man sagt: die Notiz beschränkt sich einmal auf die Gegenstände, die bereits international sind, und zweitens muß außer der Entscheidung der zuständigen Organe des Handelsstandes auch die Genehmigung der obersten Staatsbehörde erfolgen. Daß kein Termingeschäft stattfindet, habe ich keine Veranlassung zu verhindern und glaube nicht, daß der Gesetzgeber das verhindern soll. Wohl aber darf er verhindern, daß eine Notiz stattfindet in Gegenständen, für die sich der Terminhandel nach der Natur dieses Geschäftsbetriebes durchaus nicht eignet. Mittelbar soll auf diesem Wege der Terminhandel in Gegenständen, welche sich nicht dafür eignen, verhindert werden.

Professor Dr. **Cohn:** Herr Landgerichtsrath, Sie haben, wenn ich Sie recht verstanden habe, die Beschränkung auf den internationalen Handel aus dem internationalen Charakter des Termingeschäfts und aus der historischen Entwickelung herleiten wollen. Sie haben sich darauf berufen, daß ursprünglich der Terminhandel zuerst in den Niederlanden, mit den Aktien der niederländischen, ostindischen und westindischen Kompagnie sich entwickelt hat. Da hat aber kein internationaler Handel stattgefunden?

Sachv. **Munk:** Das ist nur ein Nebenpunkt. Ich glaube auch darauf hingewiesen zu haben, daß der Terminhandel sich damals erst zu entwickeln angefangen und erst im gegenwärtigen Jahrhundert den Abschluß erhalten hat und sich noch weiter ausdehnt, je mehr der Handel den Charakter des Welthandels annimmt; je weiter er sich ausdehnt, je mehr Gegenstände er erfaßt, desto weiter erstreckt sich auch der Terminhandel.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich wollte an den Herrn Sachverständigen eine Frage richten in Bezug auf die Frage des Herrn Geheimrath Gamp über die Verhältnisse in New York. Er hat behauptet, im Wege des Kassahandels sei es unmöglich mehr zu verkaufen, als von dem Objekt, also von Fonds existirt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe schon den einen Fall erwähnt, daß man sich zwei, drei Mal Kredit geben lassen kann, aber nicht ad infinitum.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Dem gegenüber behaupte ich und frage ich, ob das nicht möglich ist, daß ich zehn und, wenn Sie wollen, hundert Mal ein Objekt verkaufen kann. Sie haben erwähnt, die ostpreußische Südbahn hatte 13 Millionen Mark; nun erlaube ich mir darzustellen: A hat 13 Millionen Mark und verkauft sie an B, jetzt hat B die 13. Jetzt kommt A und sagt: „leihe mir die Stücke, also die 13 Millionen Mark, ich werde einen Vertrag machen, daß Du mir die Stücke geliehen hast und sie Du in vier Wochen wiedergeben."

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Darf ich unterbrechen, da wird B. die volle Sicherheit für den vollen Kaufpreis verlangen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ueberlassen Sie doch den Beiden, was sie verlangen werden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Darauf kommt es doch an.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Sie werden sogleich hören, daß es nicht darauf ankommt. A sagt also: lieber B, sei so gut und leih' mir die Stücke, nun verkauft er die ganze Geschichte noch einmal und sagt dem B: Liefere an meiner Stelle an C, nimm das Geld und außerdem, wenn Du willst, will ich Sicherheitsdeckung geben, B hat das Geld für seine Aktien empfangen und hat Einschuß bekommen.

Jetzt existirt Folgendes: es ist ein Kassaverkauf gemacht und es existirt daneben ein Schuldschein, er hat die Verpflichtung wieder zu liefern. Dieses Geschäft können Sie 10 Mal hinter einander machen, so daß der Eine zu der Verpflichtung kommt, 10 Mal die Aktien wieder zu liefern zu einer bestimmten Zeit.

(Zuruf: Lieferungsvertrag!)

Das ist ein Leihvertrag — der Natur nach freilich ist es ein Lieferungsvertrag, der Form nach nicht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Bei einer bestimmten langen Frist ist es eben ein Zeitgeschäft.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will das klar legen. Wenn ja zuletzt der A die Verpflichtung haben kann, das Zehnfache des existirenden Papiers, welches ihm geliehen ist, wiederzugeben, so ist das doch thatsächlich genau dasselbe, als wenn er sich durch Lieferungsvertrag verpflichtet hat, das Zehnfache zu liefern. Also hat diese Form der Unterscheidung für die Sache selbst nur den allergeringsten Werth.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie werden zugeben müssen, daß der Betreffende, der sich Geld beschafft, doch seinerseits wieder Einschuß liefern muß.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Vielleicht schenkt der Mann ihm auch ohne Einschuß Kredit.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Aber diese Kreditbeschaffung ist beim Terminhandel viel leichter, weil der Betreffende nur insoweit Kredit zu gewähren braucht, als voraussichtlich der eventuelle Schaden aus der Differenz beträgt, während doch bei Kassageschäften, die hintereinander abgeschlossen werden, bei jedem einzigen Geschäft eine derartige Kaution deponirt werden muß.

Vorsitzender: Es braucht nicht sofort regulirt zu werden, sondern erst nach einem Monat. Ich habe hier zufällig einen Zeitungsartikel, der gegen die Spekulation beim Ultimohandel geschrieben ist und der eine schlagende Ausführung enthält, wie man alle diese Dinge auch durch Kassageschäfte erreichen kann.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Herr Landgerichtsrath Munk hat schon gesagt, daß die Summe, auf welche sich der Kredit erstreckt, genau dieselbe ist. In diesem Fall hat die eine Partei zu untersuchen, ob der Kontrahent im Stande ist, die zu liefernde Waare innerhalb vier Wochen zu liefern, und ob er im Stande ist, wenn der Kurs steigt, die Differenz, die zwischen dem Kontraktspreis und dem dann geltenden Kurs entstanden sein wird, zu bezahlen.

Das ist die Frage, die sich der eine Kontrahent beim Lieferungsgeschäft vorlegt. Bei dem Leihgeschäft fragt er sich: ist der im Stande, mir die Waare gegen Bezahlung wiederzuliefern? Wenn er das nicht thut, ist er im Stande, denjenigen Unterschied zu bezahlen, um welchen ich die Waare als Kassawaare theurer bezahlen muß. Das ist genau dieselbe Differenz.

Nehmen Sie an, die Berechnung ging in beiden Fällen auf 5 Prozent. Ob dieser Kredit ohne weiteres gewährt wird, oder ob er ihm sichergestellt wird, ist vollkommen eine Nebenfrage. Man kann dazu kommen — die Frage ist auch gestreift worden —, daß man grundsätzlich und gesetzlich bei allen solchen Termingeschäften einen solchen Einschuß zur Bedingung machen soll. Das ist aber eine praktische Frage.

Sachv. **Munk:** Ich wollte bemerken, daß diese Frage nicht angeregt worden ist durch den Vorschlag, den ich gemacht habe, sondern meines Erachtens eine ganz andere Frage betrifft, die erst dann zur Erörterung kommen wird, wenn wir die Frage behandeln: für welche Personen ist der Terminhandel ein Bedürfniß? Dann wird allerdings zu erörtern sein: können die Personen, denen wir den Terminhandel verschränken, auf anderm Wege dazu kommen? Mein gegenwärtiger Vorschlag betrifft eine ganz andere Frage. Die Thatsache bleibt bestehen, daß der Terminhandel z. B. in Kaffee an der Hamburger Börse nicht stattgefunden hat, so lange nicht auch die wirkliche Notirung stattgefunden hat. Auch hier in Berlin besteht ein Terminhandel in denjenigen Effekten nicht, bezüglich deren die Organe der Börse eine Zulassung zur Notiz nicht bewilligt haben, z. B. nicht in Stadt- und Kommunalanleihen. Wenn die Vorschlage, die ich mir vor acht Tagen zu machen erlaubte, angenommen werden, daß künftig eine Unterscheidung zwischen vereideten und nicht vereideten Maklern nicht mehr stattfinden soll, so würde daraus folgen, daß kein Makler sich bereit finden wird, irgend ein Termingeschäft in solchen Gegenständen zu vermitteln, in welchen der Handel nicht zugelassen ist und daraus würde meines Erachtens die faktische Verhinderung folgen, wenn auch rechtlich eine Verhinderung gar nicht Platz greifen würde.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte nur die Frage an den Herrn Landgerichtsrath Munk richten, wenn er der amtlichen Notirung für Termingeschäfte eine so maßgebende Bedeutung beilegt, damit auch alle anderen Geschäfte, die nicht amtlich notirt sind, nichts desto weniger giltig sind?

Sachv. **Munk:** Ich schließe das aus der Thatsache, daß in der That bei solchen Gegenständen ein Terminhandel deshalb nicht stattfindet, weil die Zulassung nicht stattfindet. Ich habe bereits darauf hingewiesen: in Hamburg bestand ein Interesse, Termingeschäfte in Kaffee zu machen, man hätte die Geschäfte machen können, man hat sie aber nicht eher gemacht, bis in der That die wirkliche Notirung stattgefunden hat.

Sachv. **Schinckel:** Ich wollte nur konstatiren, daß der Vorredner wiederholt erklärt hat, daß er indirekt dadurch, daß er für gewisse Waaren und Papiere die amtliche Notiz verhindern will, auch das Termingeschäft verhindern will. Er sieht es für ein Unglück an, wenn viele Termingeschäfte gemacht werden, und wünscht, daß möglichst wenig stattfinden.

Ich habe schon vorhin betont, daß ich ein Termingeschäft in vernünftigen Grenzen nicht zu beschränken wünsche, und ich möchte mit einem Wort zurückkommen auf das, was Herr Geheimrath Gamp gesagt hat, der immer betont, daß es ein Unglück sei, wenn von einem Papier mehr gekauft wird, als vorhanden ist. Die Gefahr ist viel größer, daß ich von einem Papier nicht mehr kaufen kann, als gerade an dem Tag angeboten ist. Die Beweglichkeit des Geschäfts wird außerordentlich erleichtert, sobald der Terminhandel eingeführt ist. Wird

der Terminhandel beseitigt, so wird man einmal womöglich höher bezahlen müssen für ein Effekt, dann werden die Schwankungen in diesem Papier, die Differenz, die Unglücksfälle, die Krisen immer größer werden. Ich kann aus eigener Erfahrung sagen, daß im Laufe der Zeit sich in mehreren Artikeln, nicht blos in Kaffee, die Nothwendigkeit herausgestellt hat, den Terminhandel einzuführen; es gehört nicht speziell zu den Werthpapieren, aber ich möchte doch, da von Kaffee gesprochen ist, anführen, daß das Salpetergeschäft nachgerade Dimensionen angenommen hat, die es wünschenswerth machen, ein unter amtlicher Notirung stehendes Termingeschäft einzuführen. Es existirt eine Notiz unter der Hand, aber das führt zu den allergrößten Mißständen. In dem Artikel Salpeter hat sich ein immenses Geschäft entwickelt der allersolidesten, naturwüchsigsten Art, und es ist zweifellos, daß die ungesunde Spekulation in feste Bahnen gewiesen und viele Mißstände beseitigt würden, wenn die amtliche Notiz existirte.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur fragen, ob es richtig ist, daß die Liquidationskasse in Hamburg wiederholt den Terminhandel für Salpeter hat einführen wollen, aber ihren Versuch aufgegeben hat, weil sie sich in der Auffassung der betheiligten Kreise über die Zweckmäßigkeit des Terminhandels in diesem Artikel geirrt hat. Meines Wissens besteht für Salpeter ein börsenmäßiger Terminhandel nicht.

Sachv. **Schinckel:** Aber es wird in ganz enormen Quantitäten gehandelt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich stehe unter dem Eindruck, als ob Sie dieses Beispiel für die Nothwendigkeit des Terminhandels anführten, während ich konstatiren wollte, daß sich keineswegs in diesem Artikel, obwohl der Handel sich in ähnlichen Formen bewegt, schon ein börsenmäßiges Termingeschäft herausgebildet hat.

Sachv. **Schinckel:** Es fehlen nur die beiden Formen, die für das Termingeschäft nothwendig sind, nämlich die Notiz und die Einführung der Einschüsse. Es werden heute ganz große Geschäfte auf Termin ohne feste Usancen, ohne feste Formen trotzdem gemacht. Ich führe das gerade an als Beispiel für die Nothwendigkeit der Einführung eines geregelten Terminhandels.

Dr. **Jürgens:** Eine amtliche Notirung findet in Hamburg überhaupt nicht statt.

Sachv. **Schinckel:** Ich habe mich vielleicht falsch ausgedrückt; ich meine eine offiziell geregelte Notiz.

Vorsitzender: In den offiziellen Mittheilungen, die wir vom Senat erhalten haben, ist allerdings Chili-Salpeter nicht aufgeführt. Da sind nur 4 Waaren angegeben, Kaffee, Rohzucker, Krystallzucker, Petroleum.

Sachv. **Schinckel:** Es hat sich aber als wünschenswerth herausgestellt, daß ein Zeitgeschäft z. B. auch in Salpeter eingeführt wird.

Sachv. **Volkmar:** Wenn man den amtlichen Terminhandel von der Notiz ausschließen will, dann verdrängt man ihn von der Börse, und bringt ihn in irgend ein Restaurant, und die einzige Kautel, die wir haben, würde verhindert werden.

Sachv. **Munk:** Demgegenüber verweise ich noch einmal auf das Beispiel von Hamburg und Berlin: in

solchen Papieren, die zum Terminhandel nicht zugelassen sind, findet ein Terminhandel in erheblichem Umfang auch nicht statt; es wäre doch unbegreiflich, warum er denn nicht in jedem Restaurant stattfindet.

Vorsitzender: Wir können heute schließen; wir haben noch ein reichliches Pensum für morgen. Ich bitte die Herren, um 10 Uhr wieder hier zu sein.

(Schluß gegen 5 Uhr.)

Achtzehnter Verhandlungstag.

(Einundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Dienstag, den 21. Juni 1892.

Vorsitzender: Wir waren in dem Fragebogen bis zur Frage 7 gekommen; Herr Landgerichtsrath Munk wollte jedoch vorher noch einmal auf Frage 6 zurückgreifen.

Sachv. **Munk:** Ich habe gestern die Frage erörtert, inwieweit dem Terminhandel hinsichtlich seines Gegenstandes Schranken gesetzt werden könnten. Es würde nun die Frage zu behandeln sein, inwieweit dem Terminhandel in Bezug auf die Personen eine Schranke gesetzt werden könnte. Ich möchte mir aber zunächst die Bitte erlauben, noch einmal in Kürze auf den Vorschlag zurückgreifen zu dürfen, den ich gestern gemacht habe, weil ich gefunden habe, daß er mehrfach Mißverständnissen begegnet ist. Um diesen Mißverständnissen zuvorzukommen, möchte ich mich dagegen verwahren, daß ich der Meinung wäre, es sollte der Terminhandel in Papieren, welche nicht einen Gegenstand des internationalen Handels bilden, verboten werden. Das war meine Absicht nicht, sondern ich wollte lediglich den Zustand fixiren, wie er heutzutage bereits besteht. Heutzutage schon findet nicht eine Kursnotiz in allen Papieren statt, sondern erst dann, wenn die Zulassung seitens der Börsenorgane erfolgt ist. Diesen Zustand will ich aufrecht erhalten, will aber nun die Entscheidung darüber, ob die Zulassung zur Kursnotiz stattfinden soll, bei Termingeschäften nicht ausschließlich in die Hand der Börsenorgane legen, sondern will die Genehmigung einer obersten Staatsbehörde vorbehalten.

Gegen diesen Vorschlag könnte man meines Erachtens nur geltend machen, daß ein Grund nicht vorliegt, die Börsenorgane zu beschränken, daß ein öffentliches Interesse nicht vorliegt, oder daß es nicht räthlich wäre, es zu thun.

Mein zweiter Vorschlag geht dahin, daß die Organe, welche mit der Entscheidung über diese Zulassung betraut werden sollen, eine gesetzliche Direktive dahin bekommen möchten, daß sie nur die Zulassung aussprechen sollten bezüglich solcher Gegenstände, welche sich an sich zu dieser Geschäftsbetriebsart eignen. Danach würden meines Erachtens nur solche Gegenstände zuzulassen sein, welche Gegenstand des internationalen Handels sind, weil das Termingeschäft die charakteristische Form des Welthandels ist.

Es möchte noch eine ganze Reihe von anderen Direktiven geben, aber ich halte es für praktisch, andere Direktiven aus dem Gesetz herauszulassen und es der Erfahrung zu überlassen, hierüber Verwaltungsgrundsätze zu bilden.

Meines Erachtens kann man meinem Vorschlage auch nicht entgegenhalten, daß der Terminhandel dann irgend welche Schleichwege einschlagen dürfte. Denn ich verbiete ja den Terminhandel nicht. Ich glaube nicht, daß Jemand einen Schleichweg, einen Umweg wählen wird, wenn er direkte, gerade und offene Wege einschlagen kann. Eine Veranlassung zum Einschlagen von Schleichwegen läge nur vor, wenn ich

den Terminhandel in den Papieren, welche nicht den Gegenstand des internationalen Handels bilden, verbieten würde. Dann würde ja das Verbot vermuthlich umgangen werden. Wenn ich aber die Verhältnisse heutzutage betrachte, so sehe ich, daß überall da, wo eine Kursnotiz in Termingeschäften nicht stattfindet, in der That auch ein Terminhandel nicht stattfindet. Wenn ich z. B. die Schöneberger Anleihe nehme, so ist ja heutzutage Niemandem verboten, ein Termingeschäft in Schöneberger Anleihe zu machen. Wenn ich nun z. B. zu meinem Bankier kommen und sagen wollte: ich habe 15 000 Mark Schöneberger Kommunalanleihe, ich will sie per Ultimo verkaufen; was würde er mir sagen? Ich kann Ihnen nur rathen, thun Sie das nicht. Welchen Zweck sollte das eigentlich haben? Aus Freundschaft für Sie würde ich vielleicht auf den Vorschlag eingehen, aber dann erwarte ich, daß Sie mir eine Reportprämie gewähren. Ich will sie billig machen, aber mindestens müssen Sie mir ½ Prozent unter dem heutigen Kurse das Papier zum Ultimo verkaufen, sonst laufe ich eine viel zu große Gefahr. Ich würde nun, wenn ich rechnen kann, auf einen solchen Vorschlag gewiß nicht eingehen. Denn wenn ich das Papier zu dem heutigen Kassakurse verkaufe und den Betrag zinslos bis zum Ende des Monats liegen lasse, dann verliere ich ungefähr bei 4 Prozent Zinsen im Ganzen ⅓ Prozent, während ich dem Bankier als Reportprämie ½ Prozent bezahlen muß. Also ein solches Termingeschäft abzuschließen, würde ich nicht für zweckmäßig halten, und ich kann mir kaum denken, daß in solchen Papieren, welche zur Notirung der Terminpreise nicht zugelassen sind, irgendwie ein erheblicher Terminhandel sich entwickeln könnte. Dies bezweckt mein Vorschlag: ich will nicht den Terminhandel in solchen Papieren, welche sich ihrer Natur nach nicht dazu eignen, verbieten, aber ich will ihn thatsächlich verhindern, ich will also etwas Wirksameres thun, als ein bloßes Verbot, welches umgangen werden kann, ich will verhindern. Das geschieht aber gerade durch meinen gestrigen Vorschlag.

Jetzt komme ich zu der Frage, wie weit eine Beschränkung des Terminhandels hinsichtlich der Personen stattfinden soll. Da erlaube ich mir noch einmal auf dasjenige hinzuweisen, was ich gestern ausgeführt habe. Hinsichtlich der juristischen Natur des Termingeschäfts habe ich ausgeführt, daß dasselbe einen typischen Inhalt hat und sich als Gattungsgeschäft charakterisirt. Ich habe ferner ausgeführt, daß das Termingeschäft, der Terminhandel sich vom wirthschaftlichen Standpunkt aus charakterisiren läßt als ein internationaler Börsengroßhandel oder mit anderen Worten: das Termingeschäft ist die charakteristische Geschäftsform des Welthandels. Ich habe ferner auch geltend gemacht, daß die Betriebsart des Terminhandels ebenfalls einen ganz internationalen Charakter hat. Man kann das Termingeschäft nur ausüben, indem man die gesammte Lage des Weltmarktes theils für den gesammten Handel, theils aber auch für die einzelne Waarengattung, die in Frage steht, berücksichtigt. Sodann findet Terminhandel nur statt unter engster Verbindung sämmtlicher Börsen der Welt untereinander, und deswegen kann meines Erachtens Terminhandel mit Aussicht auf Erfolg nur betrieben werden an der Börse einmal, weil nur dort der Zusammenfluß von allen Nachrichten stattfindet, welche für die Beurtheilung des gesammten Weltmarktes von Bedeutung sind, und zweitens weil nur dort der Zusammenfluß von Geschäften vorliegt, so daß es dem Einzelnen jederzeit möglich ist, seine Stellung, seine Position, wie die Kaufleute sich ausdrücken, ohne Weiteres zu ändern und je nach der Veränderung des Weltmarktes aufzunehmen oder abzugeben. Wenn man nun weiter in Betracht zieht und fragt, für welche Personen eigentlich ein wirthschaftliches Bedürfniß hinsichtlich des Terminhandels vorliegt, so antworte ich: zunächst für diejenigen Personen, welche als Großkaufleute die Börse regelmäßig besuchen; ferner für die Großfabrikanten, weil diese wenigstens mitunter eine Veranlassung haben, Termingeschäfte zu machen, theils um

sich Rohmaterial billig zu beschaffen, teils um sich gegen die Preisschwankungen der Waaren beziehungsweise des Geldmarktes, welchen sie bei der Kalkulation ihrer Preise in Berücksichtigung gezogen haben, zu sichern; ferner die Großgrundbesitzer, theils insofern sie als Großfabrikanten erscheinen — und da gilt ja von ihnen dasselbe, was ich eben von den Großfabrikanten gesagt habe —, theils aber insofern sie für ihre Erzeugnisse sich die Vortheile des Weltmarktes, des internationalen Terminhandels sichern wollen. Im letzteren Falle verzichten dann die Großgrundbesitzer darauf, einen Verkauf mit ausdrücklichem Bezug auf ihre Erzeugnisse abzuschließen und unterwerfen sich ganz den Bedingungen, welche im Terminhandel mit Rücksicht auf die Bedürfnisse des internationalen Marktes gegeben sind. Sie laufen demzufolge große Gefahr. Denn die Erwartung, daß sie das Quantum, das sie verkauft haben, in der bestimmten Qualität aus ihren Erzeugnissen rechtzeitig liefern können, kann sehr leicht durch die Witterung oder sonstige Einflüsse getäuscht werden. Es fragt sich also, ob diese Vortheile, welche die Großgrundbesitzer vom Terminhandel nach dieser Richtung haben, nicht aufgehoben, nicht weit überwogen werden von dem Nachtheil, welchen die Zulässigkeit des Terminhandels für sie und insbesondere für den gesammten Stand insofern hat, als sie leicht dazu geführt werden, an dem bloßen Börsenspielgeschäft sich zu betheiligen.

Wenn man weitere Personen in Betracht zieht als die eben genannten, so muß man meines Erachtens unterscheiden zwischen dem Terminhandel in Produkten und dem Terminhandel in Werthpapieren.

Mit Bezug auf den Terminhandel in Produkten kann meines Erachtens eigentlich an ein wirthschaftliches Bedürfniß für andere Personenklassen wohl nicht gedacht werden. Wenn sie als Käufer von Produkten auftreten, so würden ihnen alle die Vorrichtungen, die Speicher und Aehnliches fehlen, um die Waare abzunehmen. Treten sie als Verkäufer auf, so fehlen ihnen die geschäftlichen Verbindungen, um zur geeigneten Zeit die Waare rechtzeitig herbeizuschaffen, und gerade in solchen Fällen tritt der Mangel einer ernstlichen Absicht, sich zur effektiven Erfüllung des Vertrages zu verpflichten, meistentheils klar zu Tage.

Bezüglich des Handels in Werthpapieren kann man meines Erachtens nicht so bestimmt behaupten, daß andere Personenklassen als die vorhin genannten ein Interesse an dem Terminhandel nicht haben. Denn man muß zugeben, daß es unter Umständen für einen Kapitalisten vortheilhaft sein kann, wenn er auf Zeit seine Werthpapiere kaufen oder verkaufen kann; er macht dadurch möglicher Weise einen kleinen Gewinn. Aber dieser Gewinn steht meines Erachtens wieder in gar keinem Verhältniß zu denjenigen Gefahren, welche die Zulassung zum Terminhandel für ihn, für alle die Personen, welche nicht zu den eigentlichen Börsenkreisen gehören, und auch für den reellen Terminhandel selbst im Gefolge haben. Denn die Vortheile werden meistentheils auf andere Weise erreicht werden können. Wenn er Papiere per Ultimo verkauft, um sich den Kurs zu sichern, der augenblicklich besteht, so gewinnt er möglicher Weise dadurch an den Zinsen. Wenn er zum heutigen Kassakurse per Kassa kaufen würde, würde er denselben Kurs haben, aber würde an Zinsen möglicher Weise verlieren, nämlich die Zinsdifferenz, die besteht zwischen dem Kontokorrentzins und dem Zins, welchen das Papier bringt. Aber dieser Vortheil ist meines Erachtens doch ganz geringfügig. Der Großkapitalist, von dem hier die Rede ist, für den doch nur ein derartiges Bedürfniß vorliegen könnte, muß meines Erachtens bei seinem Bankier einen solchen Kredit genießen, daß er auch Papiere per Kassa auf Kredit kaufen kann, ohne daß er Schaden davon hat, abgesehen davon, daß er Lombardzinsen wird bezahlen müssen.

Wenn man aber die Nachtheile in Betracht zieht, die aus der Zulassung des Terminhandels für derartige Personenklassen

hervorgehen, so ergiebt sich meines Erachtens einmal daraus die Verleitung zum Börsenspiel, und zweitens ergiebt sich daraus die Schädigung des reellen Terminhandels. Denn die Theilnahme von so vielen Personen, welche durchaus sachunkundig sind, bewirkt, daß die Spekulation selbst unberechenbar wird und die Ergebnisse der reellen Spekulation gefälscht werden. Die große Menge folgt nicht einer sorgfältigen Berechnung und einsichtigen Beurtheilung aller Verhältnisse, welche für den Weltmarkt von Bedeutung sind, sondern irgend welchen Einflüssen und Zuflüsterungen, sie giebt irgend welchen Strömungen nach, sodaß die Spekulation selbst in ihren Ergebnissen geändert wird.

Hieraus dürfte sich meines Erachtens das Bedürfniß ergeben, hinsichtlich der Personen eine Trennung vorzunehmen, und ich komme nunmehr zu den Vorschlägen, welche gemacht werden können, um das große Publikum von diesem Terminhandel auszuschließen. In dieser Hinsicht könnte man zunächst auf den Gedanken kommen, den das österreichische Gesetz und das italienische Gesetz angewendet hat, nämlich die Klagbarkeit der Termingeschäfte auf solche Geschäfte zu beschränken, welche an der Börse während der Börsenzeit über Gegenstände, die an der Börse gehandelt und notirt werden dürfen, geschlossen werden. Meines Erachtens müßte aber dann zu derartigen Bestimmungen zweierlei hinzukommen, nämlich einmal müßte es dem großen Publikum unmöglich gemacht werden, die Börse zu besuchen, und zweitens müßte es unmöglich gemacht werden, an der Börse durch die Vermittlung der Kommissionäre Börsengeschäfte ausführen zu lassen.

Wenn man die Berliner Börsenordnung in Betracht zieht, so ergiebt sich daraus, daß irgendwie ein Hinderniß für eine Person kaum besteht, Zutritt zur Börse zu gewinnen. Ausgeschlossen sind schlechthin nur die Frauen, die Minderjährigen, die Entmündigten, Gemeinschuldner während der Dauer des Konkurses, ferner solche Personen, welche wegen betrügerischen Bankerotts bestraft worden sind, oder welche sich nicht im Vollgenuß der bürgerlichen Ehrenrechte befinden. Dagegen haben Zutritt Mitglieder der Korporation der Kaufmannschaft, die Inhaber, Theilhaber und Prokuristen einer eingetragenen Firma, die Vorsteher einer Aktiengesellschaft oder Genossenschaft und auf Antrag des Prinzipals die Handlungsgehilfen der genannten Personen. Andere Personen können die Eintrittskarte auf Grund schriftlicher Empfehlung dreier Korporationsmitglieder erhalten. Behufs vorübergehender Einführung genügt sogar schon die Empfehlung eines einzigen Korporationsmitgliedes. Meines Erachtens erhellt daraus, daß nach dieser Börsenordnung irgendwie eine Möglichkeit gar nicht besteht, Jemandem den Zutritt zur Börse zu verwehren, und daraus folgt, daß, wenn man die Vorschriften des österreichischen Börsengesetzes einfach annehmen würde, trotzdem Jeder an der Börse Börsengeschäfte machen könnte. Er brauchte nur irgendwie eine schriftliche Empfehlung eines Korporationsmitgliedes nach dieser Börsenordnung sich zu verschaffen und würde dann Geschäfte machen können. Weiter würde das österreichische Börsengesetz nicht verhindern, daß Angestellte von Banken und Handlungsgehilfen im eigenen Namen an der Börse Börsengeschäfte machen: denn die haben ja nach unserer Börsenordnung Zutritt zur Börse und könnten demzufolge an der Börse Börsengeschäfte machen. Ferner kommt noch hinzu, daß Jeder in der Lage ist, durch Kommissionäre Börsengeschäfte an der Börse machen zu lassen, und er wäre vermöge des Kommissionsauftrages verpflichtet, das Geschäft, das der Kommissionär auf seinen eigenen Namen, aber für Rechnung des Kommittenten an der Börse gemacht hat, gegen sich gelten zu lassen. Es würde also gar kein Hinderniß bestehen, daß Jemand, wiewohl er gar nicht zu den eigentlichen Börsenkaufleuten gehört, trotzdem das Geschäft an der Börse macht.

Meines Erachtens ist von folgenden Gesichtspunkten auszugehen, wenn man Personen vom Terminhandel ausschließen

will. **Man muß meines Erachtens den Terminhandel für diejenigen Personen, für welche er ein Bedürfniß darstellt,** schlechthin gestatten; es muß ihnen also die Möglichkeit gewährt werden, Termingeschäfte abzuschließen. Ferner muß unter Ausschluß jeder Bevormundung Jedem die Entscheidung darüber, ob für ihn ein derartiges Bedürfniß besteht, allein überlassen werden. Wohl aber läßt sich die Beobachtung gewisser Formen fordern, unter denen er zum Terminhandel zugelassen werden soll, vorausgesetzt, daß durch diese Formen nicht eine solche Erschwerniß herbeigeführt wird, daß sie einer Verhinderung gleichkommt, und wenn diese Anforderungen bezüglich der Formen nur solche sind, welche aus der Natur dieses Geschäftsbetriebes selbst hervorgehen, so kann man meines Erachtens nicht sagen, daß die Gewerbefreiheit in unzulässiger Weise beschränkt werde. Mit Rücksicht hierauf glaube ich, daß eine Bestimmung getroffen werden könnte, daß Termingeschäfte in börsengängigen Waaren oder Werthpapieren nur dann zulässig oder rechtlich wirksam sind, wenn sie zwischen Firmen, die in das Handelsregister ihres Niederlassungsortes eingetragen und zugleich zum Besuch einer deutschen Börse zugelassen sind, abgeschlossen werden.

Geht man nämlich davon aus, daß der Terminhandel eine dem Welthandel charakteristische Geschäftsform darstellt, so kann man meines Erachtens nicht leugnen, daß diejenigen Personen, welche sich an diesem Geschäftszweige betheiligen, zu den Großkaufleuten gehören. Die Folge ist, daß man von ihnen auch die Erfüllung der Bedingungen fordern kann, welche den Großkaufleuten vom Gesetz zur Pflicht gemacht sind, daß sie also in erster Reihe ihre Firma in das Handelsregister eintragen lassen. Nach dieser Richtung würde ja eine Belästigung bezüglich der Großgrundbesitzer entstehen: denn die würden nach diesen Bestimmungen, wie ich sie vorschlagen möchte, zweierlei Nachtheile haben: nämlich, sie würden auch nach anderer Richtung, wenn ihre Firma in das Handelsregister eingetragen ist, als Kaufleute angesehen werden können; zweitens, sie würden zur Gewerbesteuer als Großkaufleute und zu den Beiträgen der Börsenbesucher herangezogen werden. Aber meines Erachtens sind dies Folgen ihrer eigenen Handlungsweise, nämlich davon, daß sie sich am Terminhandel, also am internationalen Großhandel, betheiligen, und sie können sich nicht beklagen, wenn ihnen dieselben Verpflichtungen auferlegt werden wie jedem Anderen, der diesen bestimmten Geschäftszweig ergreift. Wenn die Stellung dieser Anforderungen den Erfolg haben sollte, daß einzelne Großgrundbesitzer die Zulassung nicht nachsuchen und demzufolge sich den Weg zum Terminhandel versperren, so beruht das meines Erachtens auf ihrem eigenen freien Entschluß, auf der Abwägung der Nachtheile und Vortheile, welche sie von der Zulassung zum Terminhandel haben. Wenn sie finden würden, daß die Zulassung zum Terminhandel, die Betheiligung an demselben ihnen so große Vortheile gewährt, daß diese die Nachtheile aufwiegen, daß sie als Großkaufleute angesehen werden, daß sie Beiträge zur Börse zu zahlen haben und daß sie auch möglicher Weise zur Gewerbesteuer als Großkaufleute herangezogen werden, dann werden sie die Zulassung nachsuchen. Wenn sie dagegen finden würden, daß die Nachtheile, die dieser Geschäftsbetrieb im Gefolge hat, für sie nicht den Vortheilen gleichkommen, die sie sich davon versprechen, so werden sie es eben unterlassen, sich an einem derartigen Gewerbe zu betheiligen.

Meines Erachtens würde ein Vorschlag, wie ich ihn in Aussicht nehme, zunächst die Wirkung haben, daß der Terminhandel ausgeschlossen, unmöglich gemacht würde: den Angestellten, den Handlungsgehilfen, ferner unmöglich gemacht würde den Theilhabern einer Handelsgesellschaft für ihre eigene Person, unmöglich gemacht würde den Vorstehern einer Aktiengesellschaft oder Genossenschaft — denn ich beschränke den Terminhandel auf die eingetragene Firma —, es würden also die einzelnen Personen, die Theilhaber einer Firma, für ihre Person nicht

zugelassen sein: das große Publikum würde nach meinem Vorschlage gänzlich ausgeschlossen sein; denn sofern sie ihre Firmen nicht haben eintragen lassen und zum Börsenbesuch zugelassen sind, würden sie ein rechtlich wirksames Termingeschäft nicht vornehmen können.

Die zweite Anforderung, die ich stelle, geht dahin, daß die Firmen zum Börsenbesuch zugelassen sein sollen. Damit bezwecke ich eine Auslese, und zwar zunächst eine Selbstauslese unter den eingetragenen Firmen, denn ich ziehe in Betracht, daß nicht alle eingetragenen Firmen ein wirthschaftliches Bedürfniß haben, sich am Terminhandel zu betheiligen, und für den Fall, daß sie ein wirthschaftliches Bedürfniß dazu haben, erfordert meines Erachtens die zweckmäßige Ausübung dieses Handels- und Gewerbebetriebes, daß sie in der That sich auch die Möglichkeit verschaffen, regelmäßig die Börse zu besuchen, weil ohne einen derartigen regelmäßigen Besuch eine Theilnahme am Terminhandel mit Erfolg, wie ich glaube, nicht möglich ist.

Die Wirkung des Vorschlages wäre ein Vortheil für die Gesundheit unserer Kreditverhältnisse. Es würden sich Waarenkaufleute besinnen, ehe sie die Zulassung zum Börsenbesuch nachsuchen würden. Denn dadurch würden sie ja bekennen, daß sie neben ihrem Waarengeschäft gleichzeitig die Absicht haben, sich am Terminhandel zu betheiligen, und die Folge wäre, daß sie am Kredit bei ihren Lieferanten Einbuße erlitten, und die weitere Folge würde sein, daß solchen Kaufleuten die Möglichkeit, ihren Kredit durch Börsengeschäfte zu untergraben, entzogen würde.

Die Selbstauslese, die ich in Aussicht nehme, enthält irgendwie eine Beschwerniß für die Betreffenden nicht. Denn es ist dabei völlig dem freien Willen des Einzelnen anheimgegeben, ob er ein Bedürfniß empfindet, sich am Terminhandel zu betheiligen. Er würde dann einfach seine Firma eintragen lassen und würde die Zulassung zum Börsenbesuch nachsuchen. Eine Beschränkung ist nur insofern in meinem Vorschlage enthalten, als die Zulassung zum Börsenbesuch gleichzeitig den Beschluß irgend eines Organs fordert, und in dieser Beziehung enthält allerdings mein Vorschlag eine gewisse Beschränkung des Einzelnen. Aber wenn man die Bestimmungen über die Zulassung zum Börsenbesuch und die Anwendung dieser Bestimmungen der Entscheidung der Börsenorgane überläßt, so braucht man meines Erachtens nicht zu besorgen, daß diese Beschränkung irgendwie zu weit gehen würde. Wenn den Berufsgenossen die Entscheidung über die Zulassung eingeräumt wird, so kann man meines Erachtens annehmen, daß sie nur solche Personen von der Börse fernhalten würden, aus deren Besuch sich Nachtheile für die Börse selbst besorgen lassen.

Ich halte es aber für zweckmäßig, um einer Umgehung des Gesetzes vorzubeugen, noch irgend welche Bestimmungen hinzuzufügen. Denn es bleibt immerhin die Möglichkeit übrig, daß Leute, die gar keinen Handel treiben, trotzdem ihre Firma eintragen lassen und dann ihre Zulassung zum Börsenbesuch nachsuchen. Meines Erachtens muß da irgendwie ein Verfahren eingeschlagen und angeordnet werden, um derartige Scheineintragungen und Scheinzulassungen zu verhindern. Ich habe mir bereits in der vorigen Woche erlaubt, den Vorschlag zu machen, für solche Fälle eben die Bestimmung zu treffen, daß die Zulassung von vornherein versagt, beziehungsweise hinterher zurückgenommen werden kann, wenn sich ergiebt, daß die Betheiligten Handel überhaupt nicht treiben, beziehungsweise nur zum Zweck des Börsenspiels ihre Zulassung nachsuchen. Ich habe dabei an solche Personen gedacht, wie Häuserspekulanten, Wucherer, Winkelkonsulenten und ähnliche, welche nicht selten ihre Firma in das Handelsregister eintragen lassen, wiewohl sie gar nicht die Absicht haben, Handelsgeschäfte zu betreiben.

Vorsitzender: Würden Sie damit Ihre Vorschläge betreffs der persönlichen Beschränkungen des Terminhandels beendet haben?

Sachv. **Munk:** Ich möchte mir erlauben, noch eine Bemerkung zu machen.

Der Terminhandel ist, wie ich von vornherein bemerkt habe, ein internationaler Handel. Ich würde es für eine Verpflichtung des Gesetzgebers halten, wenn er irgend welche Beschränkungen bestimmte, auch gleichzeitig das Anwendungsgebiet dieser Bestimmungen vorzuschreiben. Denn unsere Vorschriften über das internationale Recht liegen so im Argen, daß diese Fragen nicht ohne Weiteres der Entscheidung der Gerichte überlassen werden können. Es würden dann zu viele zweifelhafte Entscheidungen herauskommen, und die Börse hat doch ein zu großes Interesse an der Sicherheit des Verkehrs, als daß nicht gleichzeitig im Gesetz selbst über das Anwendungsgebiet Entscheidung getroffen werden müßte. Ich wollte deshalb vorschlagen, für diesen Fall Bestimmungen dahin zu treffen, daß derartige Beschränkungen, wie ich sie in Aussicht nehme, Anwendung finden auf Geschäfte, die im Inlande geschlossen sind, und auf solche Geschäfte, die von Inländern im Auslande geschlossen werden.

Was unter Inländern zu verstehen ist, ist eine Streitfrage, und es würde sich empfehlen, diese Streitfrage zu entscheiden, wiewohl das so unbedingt nöthig nicht ist. Wenn sie zur Entscheidung gebracht werden sollte, würde ich sie einfach dahin entscheiden, daß unter Inländern deutsche Reichsangehörige zu verstehen sind.

Ich würde um die Erlaubniß bitten, mich auch gleichzeitig zu Punkt 7 äußern zu dürfen, weil hiermit auch mein Vorschlag in Zusammenhang steht, welcher die Behandlung der Differenzgeschäfte im inneren Börsenverkehr betrifft. Ist es mir erlaubt, Herr Präsident, auch gleich über das Differenzgeschäft zu sprechen?

Vorsitzender: Das läßt sich sehr wohl kombiniren. Wir gehen dann freilich zur Frage 7 über.

Sachv. **Munk:** Wenn ich also hier bezüglich der Personen, welche nicht zu den Börsenkaufleuten oder ähnlichen Klassen gehören, zu dem Ergebniß komme, daß Geschäfte, die mit ihnen gemacht worden sind, für rechtlich unwirksam erklärt und dem Spiel und Wette gleichgestellt werden sollen, so will ich umgekehrt bezüglich der Geschäfte, welche zwischen den zur Börse zugelassenen eingetragenen Firmen geschlossen werden, die Einrede des Differenzgeschäfts entweder ganz ausschließen oder aber auf den Fall beschränken, daß die effektive Erfüllung ausdrücklich ausgeschlossen ist.

Wenn ich mich über die Differenzgeschäfte im Allgemeinen äußern soll, so brauche ich ja wohl die Natur dieser Differenzgeschäfte selbst nicht klarzulegen. Es wird im Allgemeinen wohl Einigkeit darüber bestehen, daß sie als Spiel oder Wette anzusehen sind, oder vom wirthschaftlichen Standpunkte aus dem Spiel und der Wette gleich zu stellen und gleich zu behandeln sind.

Ich kann also gleich übergehen zur Erörterung der Frage, ob es irgendwie praktisch verwerthbare äußere Kennzeichen giebt, um die Differenzgeschäfte von anderen reellen Termingeschäften zu unterscheiden, und ich komme zu der Antwort: nein, es giebt keine praktisch verwerthbaren äußeren Kennzeichen. Wenn man der Ansicht des Reichsoberhandelsgerichts folgt, wonach Differenzgeschäfte solche sind, bei welchen die effektive Erfüllung kontraktlich ausgeschlossen ist, und der älteren Praxis folgt, wonach gegenüber dem Inhalt der Schlußscheine stets eine ausdrückliche Erklärung gefordert wurde, dann hat man freilich ein äußerlich bestimmtes und klares Kennzeichen. Aber in der Praxis kommen derartige Verabredungen so gut wie niemals vor, daß ausdrücklich die effektive Erfüllung ausgeschlossen ist.

Die neuere Praxis begnügt sich mit dem sogenannten stillschweigenden Vertrage. Ich halte diese Auffassung nicht für korrekt. Allerdings giebt es auch stillschweigend geschlossene Verträge. Also wenn ich, um ein klassisches Beispiel zu nehmen, in einen Bäckerladen gehe, aus dem Semmelkorbe eine Semmel nehme und den bekannten Preis auf den Tisch lege und der Bäcker ihn einstreicht, so ist damit ein Kaufvertrag beiderseits abgeschlossen. Bei dem reinen Differenzgeschäft liegt äußerlich ein Lieferungsvertrag vor. Der Sinn des reinen Differenzgeschäftes geht aber dahin, daß dieser Lieferungsvertrag nur zum Scheine abgeschlossen werden soll. In Wahrheit verbirgt sich dahinter ein anderes Geschäft, nämlich Spiel oder Wette. Es muß also neben dem Lieferungsvertrag eine Simulationsabrede nebenhergehen. Nun glaube ich nicht, daß irgendwie eine Simulationsabrede durch schlüssige Handlungen zu Stande kommt. Wenigstens ist mir kein Fall bekannt, und ich kann mir nicht wohl denken, daß dergleichen möglich ist. Die Fälle sind vielmehr immer so gewesen, daß der Richter hinterher aus Umständen, welche entweder dem Geschäftsabschluß vorangegangen sind, ihn begleiteten oder ihm nachfolgten, einen Schluß dahin gezogen hat, daß die Parteien übereinstimmend den Willen gehabt haben, nicht effektiv zu erfüllen. Der übereinstimmende Wille zweier Parteien ist aber immer noch kein Vertrag. Zum Vertrage gehört wesentlich auch, daß der Wille dem anderen Theile gegenüber erklärt ist, und bei stillschweigend geschlossenem Vertrage ist ebenfalls erforderlich, daß die Handlung, durch welche ich die Erklärung abgebe, eine Erklärung gegenüber dem anderen Theile enthält, und darin namentlich liegt meines Erachtens der Mangel dieser Konstruktion, wenn man annimmt, daß der reine Differenzvertrag vorliegt, falls der Ausschluß der effektiven Erfüllung stillschweigend vereinbart ist.

Meines Erachtens ist eine andere Konstruktion juristisch anzuwenden, und die führt eher zum Ziel. Wenn zwei Leute einen Lieferungsvertrag schließen, und der eine hat nicht den ernsten Willen, sich zur effektiven Erfüllung zu verpflichten, so fehlt ihm derjenige Wille, welcher zur Entstehung eines Lieferungsvertrags erforderlich ist. Dieser Willensmangel hebt die rechtliche Wirkung des Vertrags auf. Es würde nun im Interesse der Verkehrssicherheit der einseitige Willensmangel, wenn er nicht erklärt ist und dem Anderen nicht bekannt ist, irgendwie Berücksichtigung im Rechtsverkehr nicht finden können, der andere Theil würde sich vielmehr auf seine bona fides berufen können, und es würde der einseitige Willensmangel irgendwie eine Berücksichtigung nicht finden. Etwas Anderes ist es aber dann, wenn der Willensmangel der einen Partei der anderen Partei bei Abschluß des Vertrags bekannt war. Dann kann die andere Partei sich nicht auf ihre Unkenntniß, auf ihre Redlichkeit berufen, sondern es muß angenommen werden, daß sie mit dem Willen der anderen Partei sich in Uebereinstimmung befunden hat, nämlich nur einen Scheinkauf einzugehen. Das ist ein Grundsatz, der auch im § 95 des Entwurfs zum Bürgerlichen Gesetzbuch angenommen ist. Wenn man diesen Grundsatz anwendet, dann allerdings ergiebt sich viel häufiger eine Möglichkeit, das eigentliche Differenzgeschäft von dem reellen Terminhandel zu unterscheiden. Denn man braucht eben nur festzustellen, daß aus den Umständen zu ermitteln ist, daß die eine Partei einen ernstlichen Willen, sich zur effektiven Erfüllung zu verpflichten, nicht gehabt hat, und gleichzeitig, daß die andere Partei diese Umstände ebenfalls gekannt und daraus den Schluß gezogen hat, daß ein Wille, sich ernstlich zu verpflichten, nicht vorhanden gewesen ist. Dann würde eben ein Willensmangel der einen Partei vorliegen, der der anderen Partei bekannt gewesen ist. Insbesondere würde da als Umstand in Betracht kommen: die Fähigkeit des Einzelnen, einen Vertrag effektiv zu erfüllen. Wenn die Unfähigkeit vorliegt, so würde der Regel nach anzunehmen sein, daß er das Bewußtsein davon gehabt hat, den Vertrag nicht

effektiv erfüllen zu können; zweitens würde der Schluß daraus gezogen werden können, daß ihm in der That auch dieser ernstliche Wille gefehlt hat. Es würde dabei nicht ausschließend die Fähigkeit in Betracht kommen, etwa die Differenz zu bezahlen, sondern es kommt in Betracht die Fähigkeit, den Vertrag zu erfüllen, denn der Gegenstand des Vertrags ist ja nicht die Differenz — die tritt ja erst als Gegenstand des Schadensersatzes ein, wenn der Vertrag nicht erfüllt ist —, sondern Gegenstand des Vertrags ist die Waare, die geliefert werden soll, und es kann sich nur darum handeln, ob er in der Lage ist, diese Waare effektiv zu liefern beziehungsweise abzunehmen, und wenn diese Fähigkeit mangelt, so würde nothwendiger Weise auch der ernste Wille, sich rechtlich dazu zu verpflichten, gefehlt haben. Ebenso folgt auch aus meiner Deduktion, daß, wenn in den Schlußscheinbedingungen, wie nicht selten, die Bestimmung enthalten ist, daß der Vertrag effektiv zu erfüllen ist, dies zunächst noch nicht von entscheidender Bedeutung ist, sondern es bildet dies eben auch nur einen der betreffenden Umstände, welche der Richter berücksichtigen soll Es kann deshalb, wenn der ganze Lieferungsvertrag als Scheinvertrag nicht in Betracht kommen kann, dann auch die Erklärung, daß effektiv erfüllt werden soll, ebenso wenig in Betracht kommen, dann wird sie ebenso gut von dem Scheincharakter ergriffen wie der ganze Vertrag.

Nun ist dabei immerhin zu bedenken, daß die Feststellung, daß ein Spielvertrag vorliegt, bei den Richtern, besonders bei den Handelsrichtern, ja auf Widerstand stößt, auf einen gewissen moralischen Widerwillen, der durchaus gerechtfertigt ist; denn der Spekulant, der die Einrede des Differenzgeschäftes erhebt, würde ja unter anderen Umständen, wenn das Geschäft zu seinen Gunsten ausschlagen würde, den Gewinn ruhig mitnehmen. Aber dieser Einwand, daß die Einrede gegen das Differenzgeschäft beinahe noch unmoralischer ist als das Spielgeschäft selbst, kann den Richter nicht dazu führen, von der Vorschrift abzusehen, welche das Gesetz über Spiel und Wette giebt, aber immerhin gelingt die Feststellung, daß ein bloßes Spielgeschäft vorliegt, nur in den seltensten Fällen.

Nun hat man als weiteres Kennzeichen für das Differenzgeschäft noch in Betracht ziehen wollen, daß Spielgeschäfte regelmäßig durch Kompensationen ausgeglichen werden, und man könnte also meinen, daß überall da, wo Kompensationen stattfinden, auch ein Spielgeschäft stattfindet. Das würde meines Erachtens unzutreffend sein. Denn der Kaufmann verkauft, um zu verkaufen, und bei jedem Termingeschäft wird fast immer, wenigstens zu allermeist, dem Termingeschäft des einen oder beider Kontrahenten ein anderes entgegengesetztes Geschäft vorhergegangen sein oder nachfolgen.

Man hat ferner in Vorschlag bringen wollen, daß die Bestellung einer Sicherheit ein Kennzeichen sei, daß es sich um ein Spielgeschäft handle. Das ist meines Erachtens auch nicht zutreffend, denn eine Sicherheit wird überall da bestellt, wo die Kreditunsicherheit vorliegt. Unter gleichen Verhältnissen würde Sicherheit gefordert werden bei reellem Termingeschäft und erlassen werden auch beim Differenzgeschäft. Man kann also daraus irgendwie ein sicheres Kennzeichen nicht herleiten. Ebenso wenig kann man auch umgekehrt aus der Thatsache, daß Sicherheit geleistet ist, etwa den Schluß herleiten wollen, daß ein reelles Geschäft vorliegt, denn die Sicherheit kann nicht geleistet sein und kann geleistet sein in dem einen Falle wie im anderen.

Wenn ich nun weiter zu der Frage übergehe, wie die Differenzgeschäfte behandelt werden sollen, so gehe ich von der Auffassung aus, daß der Terminhandel an sich als nothwendige, nützliche Einrichtung anzusehen ist, daß man also durchaus nicht so weit gehen könnte, den Terminhandel zu verbieten, denn aus der bloßen Thatsache, daß der Terminhandel zum Börsenspiel benutzt wird, kann es nicht irgendwie gerechtfertigt sein, ihn gänzlich auszuschließen, sondern es kann meines

Erachtens nur die Aufgabe des Gesetzgebers sein, ihm derartige Schranken aufzuerlegen, daß das Börsenspiel selbst möglichst verhindert wird. Wenn also nach meinem Vorschlag diejenigen Personen, bei welchen ein Börsenspielgeschäft der Regel nach oder fast immer anzunehmen ist, weil sie ein wirthschaftliches Bedürfniß dazu nicht haben, vom Terminhandel gänzlich ausgeschlossen werden, so bleibt dann nur der innere Verkehr der Börse übrig, und da ist meines Erachtens das Interesse der Verkehrssicherheit an der Börse das überwiegende. Die Börse muß sicher sein, daß die einzelnen Geschäfte, die abgeschlossen sind, in Ordnung gehen, daß nicht hinterher der Richter kommen kann und etwa aus irgend welchen Umständen den Schluß ziehen darf, das Geschäft sei nur zum Schein geschlossen, es sei Börsenspiel und bloße Wette. Ich bin deshalb der Meinung, daß für die zwischen den Börsenbesuchern geschlossenen Geschäfte, für den inneren Verkehr der Börse das Differenzgeschäft gänzlich ausgeschlossen werden kann

(Zuruf)

— ja, die Einrede des Differenzgeschäfts ganz ausgeschlossen werden kann, weil ich aber dem Differenzgeschäft nicht einen Freibrief geben will, so halte ich es für gerechtfertigt, es ähnlich zu machen, wie das französische Gesetz und die Einrede des Differenzgeschäfts nur dann zuzulassen, wenn die effektive Erfüllung ausdrücklich ausgeschlossen ist.

Vorsitzender: Das steht aber nicht in dem neueren französischen Gesetz.

Sachs. **Munk:** Das neuere französische Gesetz lautet so: es ist die Einrede des Differenzgeschäfts ausgeschlossen, auch wenn das Geschäft in Differenz sich auflösen würde, aber aus der Entstehungsgeschichte des Gesetzes ergiebt sich, daß es der Zweck gewesen ist, die Einrede der Differenz dann zuzulassen, wenn, wie der berichterstattende Senator erwähnt hat, von vornherein die schriftliche Abrede getroffen war, daß die Erfüllung ausgeschlossen sein sollte. Es war das ein Amendement des Senats. Die ursprüngliche Fassung lautete: devraient se résondre, während es jetzt heißt: se résondraient. Also dadurch ist klargestellt, daß die Einrede des Differenzgeschäfts auch gegenwärtig in Frankreich zulässig ist. Es wird nur eine gewisse Form gefordert, wie der Senator ausgesprochen hat, die schriftliche Vereinbarung, daß die Erfüllung ausgeschlossen ist. In ähnlicher Weise wünsche ich auch die Frage für den inneren Verkehr der Börse geregelt zu sehen.

Ich will noch einzelne kleine Bemerkungen machen. Bezüglich der Prämiengeschäfte wird geltend gemacht, daß die ausschließlich nur zum Differenzhandel dienen. Ich bin nicht der Meinung, die Prämie stellt ein Reugeld dar, ähnelt wenigstens dem Reugeld. Das Reugeld wird gewährt für die Ausübung des Rücktritts, die Prämie wird gewährt für die Einräumung des Rücktrittsrechts. Die Prämie hat aber ähnliche Wirkungen wie das Reugeld, das Risiko zu beschränken, und ich kann nicht einsehen, weshalb man dem Terminhandel eine Geschäftsform verschließen will, die er unter Umständen wenigstens nöthig hat, bloß aus dem Grunde, weil eben, wie das Termingeschäft, auch das Prämiengeschäft unter Umständen zum Differenzhandel gemißbraucht werden kann.

Schlimmer steht es mit den sogenannten Noch- und Stellagegeschäften, bei denen ja eine Ungewißheit hinsichtlich des Quantums beziehungsweise sogar hinsichtlich der vertragsmäßigen Position des einzelnen Kontrahenten obwaltet. Dabei ist also unzweifelhaft ein großes Moment der Wagniß vorhanden; aber auch hierin kann ich keinen Grund finden, derartige Geschäfte schlechthin zu verbieten, denn daraus folgt ja doch nur, daß derartige Geschäfte häufig zu Differenzgeschäften gemißbraucht werden können, aber es liegt keineswegs eine Nothwendigkeit vor, daß sie Differenzgeschäfte sind. Der Terminhandel aber kann meines Erachtens unter Umständen das

Bedürfniß zu derartigen Geschäften haben, und ich kann wiederum keinen Grund einsehen, eine Geschäftsform, die an sich nichts Unerlaubtes enthält — denn auch gewagte Geschäfte sind gestattet und erlaubt — dem Börsenhandel zu verschließen bloß aus dem Grunde, weil mitunter auch ein reines Differenzgeschäft, ein Spiel sich dahinter verbirgt.

Das ist das, was ich zu sagen hätte.

Vorsitzender: Der Kern Ihrer Vorschläge liegt wohl in der Beschränkung des Terminhandels auf solche Personen, die in das Handelsregister eingetragen sind, und die gleichzeitig die Zulassung zum Börsenbesuch erlangt haben. Sie behandeln also zuvörderst gewissermaßen von vornherein alle diejenigen als Kaufleute, welche sich bei dem Terminhandel betheiligen. Wenn Jemand auch nur einzelne Geschäfte der Art machen will, so soll er sich doch als Kaufmann in das Handelsregister eintragen lassen. Auch Großkapitalisten also, die ihr Kapital in dieser Weise benutzen wollen, fallen nach Ihrer Ansicht darunter?

Sachv. **Munk:** Wenn sie die Absicht haben, an derartigen Geschäften sich zu betheiligen, dann bin ich der Meinung, sollen sie zunächst sich eintragen lassen und sollen die Zulassung zum Börsenbesuch nachsuchen.

Vorsitzender: Abgesehen von der Eintragung in das Handelsregister sollen sie auch dann genöthigt sein, eine Karte zum Börsenbesuch zu lösen, wenn sie vielleicht auf dem Lande oder in einer kleinen Stadt wohnen und nicht die Absicht haben, jemals die Börse zu besuchen, sondern nur durch Kommissionäre Geschäfte zu machen?

Sachv. **Munk:** Ja, das soll die Scheidung sein, damit will ich diejenigen Personen scheiden, die sich am Terminhandel betheiligen wollen. Die sollen den Antrag auf Zulassung an den deutschen Börsen im Allgemeinen stellen, so daß also der Einzelne in der Lage wäre, sich die Börse auszusuchen, bei welcher er die Zulassung nachsuchen will.

Vorsitzender: Das ist ein ganz neuer Vorschlag. Der Gedanke ist ja früher wohl auch schon aufgetaucht, ein besonderes Register für diejenigen zu schaffen, die sich am Termingeschäft betheiligen wollen; aber sie ins Handelsregister einzutragen, was, wie Sie wissen, auch andere Folgen hat, und zur Erlangung einer Licenz zum Börsenbesuch zu nöthigen, ist meines Wissens noch nicht vorgeschlagen.

Sachv. **Munk:** Ja, Herr Kollege Eschenbach hat die Anlegung eines besonderen Registers vorgeschlagen. Ich kann nicht glauben, daß das praktischer wäre als mein Vorschlag, denn es würde ja irgend eine Organisation geschaffen werden müssen, um diese Eintragung in das Börsenregister, wenn man es so nennen will, unter Kontrole zu halten, denn die Eintragung in das Handelsregister unterliegt heutzutage gar keiner Kontrole.

Vorsitzender: Das enthält aber doch sehr starke Konsequenzen. Jetzt sind ja auch nicht einmal alle wirklichen Kaufleute thatsächlich ins Handelsregister eingetragen, und die Eintragung in das Handelsregister ist bis jetzt kein ausschließliches Kennzeichen des Kaufmanns; Sie wollen aber auch solche Leute, die nicht Kaufleute sind und welche vielleicht bloß zwei, drei Termingeschäfte machen, doch nöthigen, sich ins Handelsregister eintragen zu lassen?

Sachv. **Munk:** Ich will die Personen, die nur gelegentlich solche Geschäfte machen wollen, aus dem Terminhandel herausweisen, denn für diese Personen finde ich ein wirthschaftliches Bedürfniß dazu nicht.

Vorsitzender: Und Sie wollen auch das Präjudiz daran knüpfen, daß, wenn die Leute das nicht thun, dann ihre Termingeschäfte nichtig oder unklagbar sein sollen? Fürchten

Sie nicht, daß dennoch eine Menge von Geschäften ohne Rücksicht auf die Nichtklagbarkeit gemacht werden? Es werden ja schon heute, ohne Rücksicht darauf, daß möglicherweise der Einwand des Differenzgeschäfts nachher mit Erfolg erhoben wird, doch eine Masse von solchen Geschäften gemacht, eben auf Treu und Glauben. Beim Geschäftsschluß erwartet man nicht, daß der Einwand der Klagbarkeit oder Nichtklagbarkeit jemals erhoben werden würde. Sie glauben aber trotzdem, daß, wenn Ihr Vorschlag Annahme fände, das eine wesentliche Einschränkung des Börsenspiels bewirken würde?

Sachv. **Munk:** Das möchte ich glauben. Das kann ja der Gesetzgeber nicht hindern, daß Leute auf Treu und Glauben irgend welche Geschäfte machen, er kann auch nicht hindern, daß Spielschulden gemacht werden, das fällt ihm gar nicht ein; aber er hält es für zweckmäßig, die Einklagung der Spielschulden zu verhindern und zu verbieten. Ebenso ist es auch hier. Das zu verhindern, daß Leute Geschäfte machen, die nachher unwirksam sind, kann meines Erachtens Aufgabe des Gesetzgebers nicht sein, aber wirksam wird es insofern sein, als sehr viele Leute sich doch entschließen werden, solche Geschäfte nicht zu machen.

Vorsitzender: Wollen Sie die Richtigkeit mit der Wirkung eintreten lassen, daß die gestellte Sicherheit zurückgefordert werden kann?

Sachv. **Munk:** Darf ich mir erlauben, meine Vorschläge vorzulesen:

2. Gegen Ansprüche aus Termingeschäften (Artikel 357 H.G.B.) über börsengängige Waaren oder Werthpapiere findet, wenn das Geschäft zwischen Firmen, welche in das Handelsregister ihres Niederlassungsortes eingetragen und zum Besuche einer deutschen Börse zugelassen sind, geschlossen wird, die Einrede des Börsenspiels (des Differenzgeschäfts) nur statt, wenn die Pflicht zur Lieferung ausdrücklich ausgeschlossen ist.
3. Aus Termingeschäften über börsengängige Waaren oder Werthpapiere findet, wenn sie zwischen anderen als den zu 2 bezeichneten Personen geschlossen werden, eine Klage auf Erfüllung nicht statt. Das auf Grund des Geschäfts Geleistete kann nicht zurückgefordert werden. Gewährte Sicherheiten sind unwirksam.

   Das Gleiche gilt von Termingeschäften, gegen welche die Einrede des Börsenspiels gemäß Nummer 2 Platz greift.
4. Die Vorschrift der Nummer 3 findet auf die im Inlande, sowie auf die von Inländern im Auslande geschlossenen Geschäfte Anwendung.

Das wären meine Vorschläge.

Vorsitzender: Also die gestellte Sicherheit kann zurückgefordert werden?

Sachv. **Munk:** Die kann zurückgefordert werden.

Vorsitzender: Kann man nun nicht die Sicherheit als eine Abschlagszahlung auf die künftige Differenz betrachten? Dann würde sie nicht zurückgefordert werden dürfen.

Sachv. **Munk:** Das würde meines Erachtens vom Richter verhindert werden. Eine derartige Sicherheit wäre nichts weiter, als eine Vorauszahlung, denn eine Differenz existirt ja nicht, sondern sie entsteht erst dann, wenn das Geschäft nicht erfüllt ist. Liegt also ein unklagbares Geschäft vor, dann kann der Anspruch auf Differenz nicht bestehen, dann kann auch die Sicherheit eigentlich nicht gefordert werden. Wird sie gefordert, so ist das unwirksam.

Vorsitzender: Sie fürchten nicht, daß durch solche Bestimmungen auch der reelle Terminhandel zum Nachtheil des Nationalwohlstandes wesentlich eingeschränkt werden könnte?

Sachv. **Runk:** Nein, meines Erachtens gerade umgekehrt, es würde der Terminhandel auf diejenigen Personen beschränkt werden, für welche er ein wirkliches Bedürfniß ist, dagegen ausgeschlossen für alle diejenigen Personen, durch deren Mitwirkung gerade der Terminhandel in seiner ganzen Betriebsart geschädigt wird. Ich habe mir erlaubt, nachzuweisen, daß eben die Betheiligung einer großen Menge von Personen, die sachunkundig sind, die jedem Einfluß nachgeben, gerade schädlich auf den reellen Terminhandel wirkt, denn die Spekulation wird nun nicht mehr bestimmt durch das wirkliche Angebot, durch die wirkliche Nachfrage, sondern durch Einflüsterungen und Einwirkungen von Personen, die mit der ganzen Sache gar nicht Bescheid wissen und die Lage des Weltmarktes gar nicht zu beurtheilen vermögen und auch gar nicht einmal sich darum kümmern, und das ist meines Erachtens eben schädlich. Nach meinem Vorschlage würde die Börse in sich selbst Geschäfte zu machen haben, und dann würden die Sachen sich wesentlich besser abspielen, als es heute der Fall ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es würde wohl kein Mißverständniß nach dieser Richtung möglich sein, aber ich möchte doch konstatiren: Sie (zum Sachverständigen) wollen also nicht, daß die Entschließung einer Person, Termingeschäfte zu betreiben, sie zu einem Handelsmann machen soll, der dadurch handelsregisterfähig würde, sondern in dieser Beziehung soll nur berechtigt sein, wer überhaupt schon ein Handelsgeschäft treibt, und zwar in einem solchen Umfange, daß er nach Maßgabe dieses Handelsgeschäfts in das Handelsregister eingetragen werden könnte. Nicht wahr?

Sachv. **Runk:** So ganz doch nicht! Also für den Fall, daß Jemand den Entschluß fassen sollte, Terminhandel an der Börse zu treiben, also Börsenhandel zu treiben, würde er meines Erachtens berechtigt und verpflichtet sein, sich in das Handelsregister eintragen zu lassen. Ich kann nicht von ihm verlangen, daß er vorher schon Geschäfte an der Börse macht; da hat er ja noch keinen Zugang gefunden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sprachen aber dann davon, daß, sobald es sich herausstellt, daß der Mann kein wirkliches Handelsgeschäft treibt, Sie eine Form finden wollen, daß der doch heraus muß.

Sachv. **Runk:** Ja, hinterher kann man das ja wohl feststellen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ihr innerer Gedanke ist doch, daß der Mann sich gegen die Ausweisung nicht schützen kann, indem er sagt, ich betreibe zwar sonst kein Handelsgeschäft, aber ich will überhaupt gewerbsmäßig Spekulationsgeschäfte an der Börse treiben?

Sachv. **Runk:** Wenn er diese Absicht hat, und bethätigt, so würde er meines Erachtens zuzulassen sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Und auch darin zu lassen sein?

Sachv. **Runk:** Und auch darin zu lassen sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wen wollen Sie denn hinausweisen?

Sachv. **Runk:** Ich gebe zu, daß das nicht so leicht sein wird und daß in sehr vielen Fällen sich immerhin noch Mißbräuche einschleichen können. Das kann ich bei meinem Vorschlage nicht ganz verhindern.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sprechen vom Rittergutsbesitzer. Wenn der keine Nebengeschäfte treibt, welche ihn

zum Handelsmann machen, sondern wenn er erklärt, ich will an der Börse Spekulationsgeschäfte machen, würden Sie den nach Ihrer Auffassung auch eintreten lassen?

Sachv. **Munk:** Ja, gewiß, und ich halte es sogar für eine Verpflichtung, ihn eintreten zu lassen, weil er in der That die Stellung eines Großkaufmanns einnimmt.

(Vorsitzender: In Papieren!)

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Und der Mann würde auch drin bleiben gegen den Einwand, daß er sonst kein Geschäft treibt?

Sachv. **Munk:** Gewiß.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann müßte ich eigentlich nicht, wen Sie herausweisen, es müßte denn Einer sein, der auch solche Geschäfte nicht treibt, sondern der bloß einmal ein Geschäft macht.

Sachv. **Munk:** Der dürfte meines Erachtens auch bleiben. Wenn aber z. B. ein Häuserspekulant oder ein Winkelkonsulent Zulassung zum Börsenbesuch gefunden hat und hinterher Differenzgeschäfte abschließt, bei denen die effektive Erfüllung ausgeschlossen ist, und wenn es für die Börsenorgane notorisch ist, daß er nur Börsenspielgeschäfte betreibt, dann treibt er keine eigentlichen Termingeschäfte, und es ist meines Erachtens Veranlassung gegeben, den Mann hinauszuweisen. Schließt er dagegen auch wirkliche Termingeschäfte, so wird es meines Erachtens schwer möglich sein, ihn hinauszuweisen.

Vorsitzender: Soll das einen rückwirkenden Einfluß auf die Giltigkeit der inzwischen geschlossenen Geschäfte haben, wenn der Abschließende nachher von der Börse verwiesen wird, und wollen Sie die verschiedenen Gattungen scheiden? Wenn also ein Landwirth, der nach Ihrer Meinung im Stande ist, in Getreide Termingeschäfte zu machen, nun an der Börse in Papieren Zeitgeschäfte macht, wollen Sie demselben die Zugehörigkeit zur Börse belassen?

Sachv. **Munk:** Jawohl. Eine rückwirkende Kraft würde die Verweisung nicht haben können.

Vorsitzender: Jeder Eingetragene kann dann in allen Waaren und Papieren solche Geschäfte machen?

Sachv. **Munk:** Der Einzelne soll Herr sein darüber, zu bestimmen, ob der Terminhandel für ihn ein Bedürfniß ist.

Vorsitzender: Ist es nicht eine sehr starke Fiktion, wenn Sie durch dieses rein äußere Merkmal der Eintragung das Bedürfniß als erwiesen annehmen wollen?

Sachv. **Munk:** Meines Erachtens würde dadurch eine große Anzahl von Personen ausgeschlossen werden. Es würden alle Beamten, die sich nicht eintragen lassen werden, es würde eine ganze Reihe von anderen Personen, die sich scheuen werden, sich eintragen zu lassen, ohne Weiteres ausgeschlossen sein, auch eine ganze Menge von anderen Personen. Auch von den in das Handelsregister wirklich eingetragenen Firmen würde eine ganze Reihe sich scheuen zu sagen, wir wollen an der Börse Termingeschäfte machen, wir suchen die Zulassung zur Börse nach. Eine ganze Reihe von Waarenfirmen würde sich scheuen, das zu sagen, weil ihre Kreditfähigkeit dadurch Einbuße erleiden würde.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich denke, der ganze Vorschlag soll dazu dienen, den Streit, ob es auf effektive Lieferung abgesehen ist oder nicht, unnöthig zu machen.

Sie tragen aber durch das eine Moderamen, das Sie Ihrem Vorschlage geben, den Streit eigentlich wieder herein, wenn Sie sagen, es kann nachträglich noch wieder ein Streit darüber entstehen, ob dieser Mann, der sich für Spekulationsgeschäfte hat eintragen lassen, wirklich die effektive Lieferung

beabsichtigt hat oder nicht. Da muß also die Frage wieder erörtert werden, ob es das Eine oder das Andere ist, und von diesem Standpunkt aus wird er nun in Zukunft entweder im Register gelassen oder aus dem Register wieder herausgestrichen. Der Vorschlag mag ja prinzipiell etwas Richtiges haben, aber in dieser Verklausulirung, glaube ich, bewirkt er eigentlich nicht das, was gewollt ist.

Sachv. **Munk:** Ich habe mir schon erlaubt, zu bemerken, daß für den inneren Verkehr der Börse die Einrede des reinen Differenzgeschäfts auch nur platzgreifen soll, falls ausdrücklich effektive Erfüllung ausgeschlossen ist; das ist ein äußeres, ziemlich leicht erkennbares Zeichen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Diese Modifikation ist dann für den anderen Fall gemacht. Ich kann mir das sehr gut denken, daß man sagt, ich entschließe mich zur gewerbsmäßigen Spekulation. Daraufhin muß ich eingetragen werden. Nun gut, dann bin ich eingetragen. Nun haben Sie ja ganz Recht: viele Leute werden sich nicht eintragen lassen können, und in Folge dessen wird eine Einschränkung stattfinden. Wenn nun aber Jemand eingetragen ist, so würde ich, ohne weitere Klauseln zu machen, annehmen: der kann Termingeschäfte machen.

(Sachv. Munk: Das will ich auch!)

Dann sehe ich aber keinen Grund ein, ihn wieder auszustreichen, wenn nachgewiesen wird, daß die Termingeschäfte keine effektiven Geschäfte, sondern Differenzgeschäfte sind. Ist denn das — gehen Sie doch einmal von dem augenblicklichen Zustand der Legislatur ab, wonach wir ja Spiel und Wette haben — wirklich ein innerlich berechtigtes Kriterium, wonach man zur Zeit scheidet? Wenn es an sich ein statthafter Geschäftszweck ist, Effekten zu kaufen, nicht um sie anzulegen, auch nicht auf einen Tag, sondern um sie sofort wieder zu verkaufen; ist denn da wirklich legislatorisch ein berechtigter Unterschied darin zu finden, ob ich das nun so abmache, daß mir die Abnahme und der augenblickliche Wiederverkauf nicht erspart bleibt, oder so, daß gleich nur die Differenz berechnet werden soll, so daß mein Gegenkontrahent sich zum Wiederkauf verpflichtet? Das Entscheidende finde ich nicht in dem freilich in der neuerlichen Rechtsprechung als maßgebend hingestellten Gesichtspunkt des konkludenten Ausschlusses der Effektivlieferung, sondern in den Umständen, auf welche dieser konkludente Ausschluß gestützt zu werden pflegt; die Verleitung zu dem Geschäft, die absolute Vermögenslosigkeit des einen Kontrahenten und die Kenntniß des anderen davon oder doch die Unzulänglichkeit der Mittel für das Engagement und die Kenntniß seitens des anderen hiervon, das scheinen mir die Gründe zu sein, die ein Geschäft von dem anderen unterscheiden sollen, nicht der Umstand, ob die Lieferung und Abnahme der Effekten zugelassen oder ausgeschlossen ist. Das ist nicht Ihre Auffassung?

Sachv. **Munk:** Wenn man den inneren Kern in Betracht zieht, so würde ich mich ja Ihrer Auffassung durchaus anschließen können.

Etwas Anderes ist es dagegen, wenn ich mir die Frage vorlege: kann man praktisch eine Scheidung finden, um eben solche Geschäfte unmöglich zu machen, welche der Realität nach sich als reine Differenzgeschäfte charakterisiren? Bezüglich der an der Börse geschlossenen Geschäfte gebe ich zu, wird es noch eine ganze Menge geben, welche auch nur Differenzgeschäfte sind; aber da finde ich mich in der Unmöglichkeit, diese Differenzgeschäfte von dem reellen Termingeschäft zu sondern. Ich meine jedoch nicht, daß der Gesetzgeber die Verpflichtung und die Möglichkeit hat, Alles zu erreichen. Man muß sich meines Erachtens bescheiden. Ich halte es für unmöglich, alle Differenzgeschäfte auszuschließen, und dann bleibt es eben bei dem heutigen sehr zweifelhaften Zustand, wo immer der gewinnt, der vielleicht der größte Schurke ist. Ich habe bereits vorhin mir erlaubt

zu bemerken, daß das Interesse der Börse dahin geht: es muß die größtmögliche Sicherheit bestehen, daß Geschäfte, die einmal geschlossen sind, auch in Ordnung gehen, denn an der Börse hängen ja die Geschäfte allesammt mit einander zusammen; geht das eine Geschäft nicht in Ordnung oder wird irgendwie nothleidend, so wird eine ganze Reihe von anderen Geschäften mit erfaßt, und deshalb muß jeder Einzelne mit Sicherheit darauf rechnen können, daß sein Gegenkontrahent seine Verpflichtung erfüllt, weil ja davon wieder die Möglichkeit für ihn abhängt, seine Verpflichtung gegenüber anderen Kontrahenten zu erfüllen, und deshalb muß meines Erachtens gerade für den inneren Verkehr der Börse darauf geachtet werden, daß die eigentlichen Differenzgeschäfte unzweifelhaft erkennbar sind, und ich bin der Ansicht, daß die Entscheidung des Reichsoberhandelsgerichts wesentlich auch nur getragen war durch die Rücksicht auf die Verkehrssicherheit. Sie war meines Erachtens zu enge, weil sie nicht gleichzeitig die Interessen des großen Publikums mit in Betracht zog, das zum Börsenspiel verleitet wird. Das Interesse des großen Publikums geht dahin, daß Geschäfte, die in der That nichts weiter sind, als Spiel und Wette, auch als solche angesehen und behandelt werden, und deshalb ist meines Erachtens die Auffassung der älteren Praxis, wonach es nur auf die ausdrückliche Entschließung ankommt, den heutigen Gesetzen gegenüber nicht gerechtfertigt.

Wenn ich mich dagegen auf den künftigen gesetzgeberischen Standpunkt stelle, bin ich wieder der Meinung, wenn ich einmal Einrichtungen treffe, vermöge deren ich diejenigen Personen ausschließen kann, für welche das Termingeschäft der Regel nach nichts weiter ist, als Spiel und Wette, wenn ich verhindern kann, daß diese Personen Termingeschäfte eingehen, dann kann ich für den inneren Verkehr der Börse dasjenige treffen, was für das Bedürfniß der Börse wirklich zuträglich und nothwendig ist. Dann kann ich sagen wie das französische Gesetz, es soll die Einrede nicht zugelassen werden, wenn nicht ausdrücklich effektive Erfüllung ausgeschlossen ist, und deshalb, meine ich, handelt es sich da mehr um eine Frage der praktischen Gesetzgebungskunst. Alles kann man nicht erreichen. Wenn man sich bescheiden muß, dann kann man sich meines Erachtens zufrieden geben, wenn man das erreicht, daß man die großen Volksklassen, für welche es ein Unglück ist, daß sie sich am Terminhandel betheiligen, herausweisen kann.

Vorsitzender: Sie müßten dann doch wohl noch weiter gehen. Wenn Sie die Geschäfte zwischen Kommissionären an der Börse, die ja nach Ihrer Voraussetzung sämmtlich eingetragen sind, als giltig behandeln, wirkt dies nun auch ein auf das Verhältniß des Kommissionärs zu seinem nicht eingetragenen Kommittenten? oder wollen Sie konsequenter Weise auch das Abwicklungsgeschäft zwischen dem Kommissionär und dem Kommittenten in diesem Falle für ungiltig erklären?

Sachv. **Munk:** Das folgt meines Erachtens ganz von selbst aus meinen Vorschlägen. Wenn Geschäfte nur wirksam sind zwischen eingetragenen Firmen, die zum Börsenbesuch zugelassen sind, so kann ein Dritter, der nicht zu dieser Kategorie gehört, ein wirksames Termingeschäft nicht abschließen.

Vorsitzender: Der Auftrag an den Kommissionär ist aber kein Termingeschäft, sondern dem Kommissionär giebt er nur auf, für ihn ein Termingeschäft zu machen, und der Kommissionär verlangt nachher von ihm Ersatz und Befreiung von der übernommenen Verpflichtung oder er tritt als Selbstkontrahent in das Geschäft ein. Ich finde nicht in Ihrem Vorschlage, daß Sie nun auch diese Abwickelung für ungiltig erklären.

Sachv. **Munk:** Wenn darüber Zweifel bestehen, könnte das ausdrücklich ausgesprochen werden. Ich hielt es eigentlich von selbst für klar, daß der für unfähig erklärte nicht befugt

wäre, ein Geschäft mit irgend einer Rechtsgiltigkeit durch einen Kommissionär zu machen.

Vorsitzender: Also vor der Konsequenz scheuen Sie nicht zurück?

Sachv. **Munk:** Nein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, die besteht ja heute schon. Ist das Geschäft zwischen Kommittent und Kommissionär in dem Sinne aufzufassen, daß die Kontrahenten wollen, es solle nicht zwischen ihnen zur effektiven Erfüllung kommen, dann ist auch heute schon anzunehmen, daß in Wahrheit kein auszuführender Auftrag vorliegt, anders läge die Sache nur dann — und dies ergiebt freilich die Bedenklichkeit des ganzen derzeitig geltenden Axioms —, wenn der Kommittent sagt: du sollst mir nicht liefern, ich brauche dir nicht abzunehmen, aber ich will doch, daß du, Kommissionär, das Geschäft als effektives Geschäft an der Börse machst. Dann würde es sehr zweifelhaft sein, ob man noch von einem reinen Differenzgeschäft sprechen kann.

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Es würde mindestens noch einer ausdrücklichen Bestimmung bedürfen, wenn Sie die Konsequenz auch wollen.

Sachv. **Munk:** Es würde ein Termingeschäft sein, und gegen Ansprüche aus Termingeschäften über börsengängige Waaren — — —

Vorsitzender (einfallend): Ein Auftrag, kein Termingeschäft!

Sachv. **Munk:** Ja, aber der Kommissionär führt ja doch nur das aufgetragene Geschäft aus. Wenn ihm ein Geschäft aufgetragen wird, das ungiltig ist — — —

Vorsitzender (einfallend): Das Geschäft ist ja nicht ungiltig, sondern das Geschäft geht vor sich zwischen Leuten, die nachher auch nach Ihrer Auffassung (zum Sachverständigen) giltige Geschäfte abschließen können. Sie bedürfen also der Bestimmung, daß der Auftrag zu diesem Geschäft ungiltig ist.

Sachv. **Munk:** Wenn eine solche Bestimmung für nöthig erachtet wird, würde ich sie in das Gesetz aufnehmen.

Vorsitzender: Sie würden diese Konsequenz also auch ziehen.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich wollte nur die Bemerkung machen, daß es mir scheint, daß der Herr Sachverständige über die thatsächlichen Voraussetzungen derjenigen Börsengeschäfte, die wir eigentlich verhindern wollten, faktisch nicht ganz aufgeklärt ist. Seine ganzen Vorschläge gipfeln darin, einige Personen vom Börsenbesuch fernzuhalten, und Alles, was in meinen Augen schlimm ist, das Kommissionsgeschäft, wodurch ein zahlreiches Privatpublikum ohne jedes Verständniß der Geschäftsverhältnisse an der Spekulation theilnimmt, wird durch seine Vorschläge nicht sehr viel berührt, wie das eben schon erörtert worden ist. Wenn er nicht Mittel findet, um zu hindern, daß leichtsinnige Privatleute dem Kommissionär Aufträge zum Terminhandel geben, so ist überhaupt nicht viel erreicht. Und wenn er nun sagt, derartige Geschäfte sollen nicht klagbar sein, so erzeugt er eine unnennbare Rechtsunsicherheit, aber nicht das Aufhören dieser Geschäfte.

Das ist der eigentlich entscheidende Punkt. Wir müssen ein gesetzliches Mittel finden, um die zahllosen Geschäfte von Privatpersonen zu verhindern, die, auch wenn seine Vorschläge Gesetz sind, ganz unverändert fortdauern werden. Auf den Standpunkt des Herrn Sachverständigen werden sich die Leute nicht stellen, sondern sie geben, wie bisher, bona fide ihrem Kommissionär den Auftrag. Das wird mit allen seinen Vor-

schlägen bleiben, daran ändern nach meiner Meinung alle seine Vorschläge gar nichts.

Sie müssen also, wenn Sie die Sache in der Wurzel treffen wollen, eine gesetzgeberische Maßregel finden, die es erschwert, daß ein solcher Privatmann in leichtsinniger Weise dem Kommissionär immerfort Aufträge giebt, und da möchte ich nur das eine erwähnen: neulich hat der Börsenredakteur der „Nationalzeitung", Herr Basch, einen Vorschlag gemacht, der mir viel plausibler erscheint, als Alles, was der Herr Sachverständige gesagt hat. Er sagt: kein Kommissionär darf von einem solchen Privatmann künftig — das wäre unter Strafe zu stellen — einen Auftrag auf Termingeschäfte annehmen, wenn der Privatmann nicht 50 Prozent eingezahlt hat. Damit schließen Sie die Masse der leichtsinnigen kleinen Spekulanten ohne Weiteres aus. Um irgend welche Vorschläge dieser Art, die, wie gesagt, eine Schranke zwischen dem leichtsinnigen Privatpublikum und dem Kommissionär ziehen, handelt es sich, wenn Sie das verderbliche Börsenspiel einschränken wollen, aber nicht um die Thatsache, daß Sie ein paar Personen von dem Börsenbesuch und der Zulassung zur Börse ausschließen. Das ist natürlich auch eine Sache für sich, daran kommen wir ja aber in einem anderen Zusammenhange, ich glaube bei § 15. Natürlich kann derartiges auch angezeigt sein, aber der schlimmste Theil des Börsenspiels liegt in diesem Punkte, in dem Verhältniß zwischen dem Privatspekulanten und dem Kommissionär.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sollte das nicht mißverstanden sein? Wie ich den Redakteur der „Nationalzeitung" verstand, bezog sich das auf das Kassageschäft. Er wollte kein Kassageschäft zulassen, bei dem nicht entweder 50 Prozent Einschuß gemacht oder das Geschäft durch Anbieten des Ganzen innerhalb einer bestimmten Zeit regulirt ist.

Dann, glaube ich, wird doch der Vorschlag des Herrn Sachverständigen unterschätzt. Ganze Gruppen von Leuten würden ausgeschlossen werden; alle diejenigen Gruppen, die überhaupt nach ihren sozialen Verhältnissen sich scheuen müssen, sich in das Handelsregister eintragen zu lassen.

Professor Dr. **Schmoller:** Sie werden aber Geschäfte machen, ohne sich eintragen zu lassen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann wären ja dies Geschäfte, die absolut ungiltig sind. Es könnte sich nur fragen, ob die Vorschläge etwa in irgend einer Weise zu kombiniren wären, um zu verhindern, daß nun in der Form des Kassageschäfts dieselben Dinge gemacht werden, welche der Herr Sachverständige in der Form des Zeitgeschäfts ausschließen will.

Professor Dr. **Schmoller:** Bezüglich dessen, was Herr Basch vorgeschlagen hat, muß ich ausdrücklich betonen, daß ich über die Tragweite seiner Vorschläge Herrn Basch interpellirt habe und daß er sich dann dahin ergänzte, er habe zunächst vom Kassageschäft gesprochen, es verstehe sich aber von selber, daß, wenn er zum Termingeschäft käme, er denselben Vorschlag mache und daß er dort noch viel größeren Werth darauf lege, daß bei jedem Geschäft eines Privatmannes gegenüber einem Kommissionär mindestens 50 Prozent Einschuß vorhanden sein müsse, daß er also diesen Vorschlag ganz ebenso für beide Arten von Geschäften mache.

Sachv. **Munk:** Bereits vorhin bin ich auf die Frage eingegangen, ob aus der Thatsache, daß Sicherheit geleistet ist, irgendwie ein Schluß darauf gezogen werden kann, daß das Geschäft ein reelles Termingeschäft oder ein Differenzgeschäft darstellt. Ich bin zu der Meinung gekommen, daß das nicht der Fall ist, sondern daß die Frage, ob Sicherheit gestellt wird oder nicht, lediglich davon abhängt, ob ein Kontrahent dem anderen Kontrahenten den nöthigen Kredit gewähren will oder nicht. Also wenn einer sicher ist, so braucht er die Sicherheit

nicht zu bestellen beim reinen Differenzgeschäft, und er bestellt die Sicherheit wenn er unsicher ist, beim reellen Termingeschäft, und umgekehrt, es wird keine Sicherheit gefordert beim reellen Termingeschäft, wenn Jemand sicher ist, und es wird Sicherheit gefordert, wenn er unsicher ist. Dadurch wird meines Erachtens ein Merkmal nicht gegeben, höchstens würden einzelne grobe Auswüchse dadurch ausgeschlossen werden, daß nämlich Leute nicht mehr in unbegrenzter Höhe kontrahiren können.

Aber was sollen denn die 50 Prozent bedeuten? Soll das 50 Prozent der Waare bedeuten? Wenn ich also 50 000 Mark Diskontokommanditaktien kaufe, soll ich da 25 000 Mark hinlegen, oder soll ich bloß 50 Prozent der künftigen Differenz hinterlegen? Wo ist denn aber die Differenz, wie finde ich den Betrag? Der ist doch durchaus nicht vorhanden. Beim Kassageschäft läßt sich ja so etwas denken, da habe ich ja den Betrag, da weiß ich wenigstens, wenn ich den Kassakurs auch heute nicht kenne, wie er gestern war, da habe ich einen bestimmten Anhalt, aber wie das bei Termingeschäften sein soll, entzieht sich meiner Beurtheilung.

Vorsitzender: Sie sind also gegen den Vorschlag des Herrn Basch.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige Landgerichtsrath Munk ist davon ausgegangen, daß er den Terminhandel für das internationale Geschäft als berechtigt erachtet und im Wesentlichen einen berechtigten Boden darin findet. Nun habe ich ihn so verstanden, daß er nach Kriterien sucht, um die Theilhaber des internationalen Handels zum Terminhandel zuzulassen, die anderen, die nicht auf diesem Standpunkt stehen, möglichst auszuschließen, und das Kriterium für eine Person, die am internationalen Handel theilnehmen kann, sucht er nun in der Eintragung in das Handelsregister.

Dazu erlaube ich mir nun zunächst zu bemerken, daß, wie ich glaube, Herr Landgerichtsrath Munk nicht richtig referirt hat, wenn er, exemplifizirend auf die Berliner Börsenordnung, zum Ausdruck gebracht hat, hier würde jeder Beliebige zugelassen. Das ist thatsächlich nicht richtig. Zutritt haben zunächst also die Mitglieder der Korporation. Ein Mitglied der Korporation muß im Stadtbezirk von Berlin oder Charlottenburg gewerbamäßig Handelsgeschäfte treiben, ist also immer in das Handelsregister eingetragen. Zweitens sind zugelassen die Inhaber, Theilnehmer und Prokuristen einer Handelsfirma oder die Vorsteher einer Aktiengesellschaft oder einer Genossenschaft, welche in das Handels- oder Genossenschaftsregister Berlins oder seiner Vororte eingetragen ist. An diesem Punkte könnte man also höchstens bemängeln, daß neben dem Handelsregister auch noch das Genossenschaftsregister angeführt ist, indeß ist der Fall so sehr häufig nicht, und im Großen und Ganzen dürfte doch nur das Handelsregister in Frage kommen. Drittens sind zugelassen die Handlungsgehilfen der Firmen, die eingetragen sind, die aber nur in dem Sinne zugelassen werden, um ihren Chefs zu helfen, und schließlich die Beamten der Korporation, und es steht ferner in dem § 5 ad 1, daß diejenigen auszuschließen sind, welche erweislich nicht des Börsenhandels, sondern anderer, demselben fremder Zwecke wegen sich einfinden, so daß aus der Gegenüberstellung im Wesentlichen doch der Zustand hervorgeht, daß jetzt nur diejenigen Personen zum Börsenbesuch zugelassen werden, die in das Handelsregister eingetragen sind, denn der § 4, welcher zum Schluß die vorübergehende Einführung Fremder auf die Empfehlung eines Mitgliedes der Korporation gestattet, ist eigentlich nur so gemeint, daß das ein fremder zugereister Kaufmann ist, der einmal zu seinem Kommittenten hingehen will, wie das ja auch an anderen Börsen üblich ist. Der wird aber eigentlich damit nicht zum Börsenhandel zugelassen.

Nun aber meine ich, das Handelsregister unterscheidet doch absolut nicht zwischen internationalem und nationalem Handel,

sondern in das Handelsregister müssen Alle, die eine Firma führen, eingetragen werden. Dann ist mir auch eine andere Aeußerung nicht klar geworden. Wenn Herr Landgerichtsrath Munk gesagt hat, er will mit dieser Bestimmung auch unter Anderem die Direktoren von Aktiengesellschaften ausschließen — so habe ich ihn wenigstens verstanden —, so würde ja das vollkommen auch nach seiner ganzen Beweisführung unmöglich sein. Ihm selbst müßte doch zweifelhaft sein, ob er dabei das trifft, denn eine Aktiengesellschaft kann ja sehr wohl internationalen Handel treiben, und ihre Rechte und Pflichten erwirbt sie durch die Handlungen des Direktors, und wenn nun die Aktiengesellschaft eingetragen wird — das ist ja doch immer ein Begriff, der, wie es ja auch im Handelsgesetzbuch ausgedrückt wird, durch den Direktor vertreten wird —, so würde also der Direktor hinausgewiesen werden, und dazu liegt, wie ich glaube, weder ein innerer noch ein äußerer Grund vor.

Ich möchte also fragen, ob Herr Landgerichtsrath Munk nicht am Ende dem Gedanken, der hier bereits einmal anderweitig angeführt ist, näher treten will. Da ist davon gesprochen, ein ganz besonderes Register für börsenfähige Personen zu führen, welches neben dem gewöhnlichen Handelsregister diese Qualifikation in einer ganz besonderen Weise — ganz klar ist es nicht geworden, wie — feststellen soll.

Dann möchte ich aber noch die Frage hinzufügen, ob Herr Landgerichtsrath Munk sich klar geworden ist, daß doch der Terminhandel und der Kassahandel gar nicht von einander zu trennen sind, da die Börse ein Ort ist, der nicht bloß Personen in sich begreift, die dort Termingeschäfte machen und machen wollen, sondern auch eine Menge von Personen, die keine Termingeschäfte, sondern Geschäfte überhaupt, Kassageschäfte machen. Beim Waarengeschäft, um ein Beispiel zu sagen, beim Getreidegeschäft, da kann Jemand 5 Posten à 200 Zentner Getreide im effektiven Markt zusammen kaufen, um dann den einen Posten von 1000 Zentnern — das ist das Quantum, in dem im Termin gehandelt wird — auf Termin zu verkaufen. Diejenigen, mit denen er das Lokogeschäft macht, wollen überhaupt kein Termingeschäft machen, sind auch in dem Sinne des Herrn Landgerichtsrath Munk nicht terminfähig, aber sie sind doch sonst börsenfähig. Man müßte also dazu kommen, für das Termingeschäft einen örtlich begrenzten Raum herzustellen, getrennt von jeder anderen Beziehung zu dem Kassageschäft, und ich möchte Herrn Landgerichtsrath Munk einmal bitten, sich über diese in die Praxis hineingehende Frage zu äußern.

Sachv. **Munk:** Zunächst wollte ich mir erlauben, zu bemerken, daß ich die Vorschriften der Börsenordnung in § 4 wohl richtig referirt habe. Ich habe mir nur erlaubt, nachzuweisen, in Verbindung mit meinem Vorschlage, beziehungsweise dem österreichischen Börsengesetz, daß, wenn man die Zulässigkeit der Termingeschäfte auf die an der Börse geschlossenen Geschäfte im Sinne des österreichischen Gesetzes beschränken will, man dann verhindern muß, daß Leute, für welche ein wirthschaftliches Bedürfniß, Terminhandel zu treiben, nicht anzuerkennen ist, Zutritt an der Börse finden, denn sonst können sie einfach an der Börse Termingeschäfte machen. Ich habe deshalb die Vorschriften der Berliner Börsenordnung in Erwägung gezogen, habe mir die Frage vorgelegt: wer kann Zutritt erhalten, sei es dauernd oder vorübergehend — das macht ja keinen Unterschied — und habe da gefunden: es können Zutritt erhalten insbesondere auch Handlungsgehilfen, zwar nur auf Antrag des Prinzipals, aber wenn sie da sind, können sie doch auch Börsengeschäfte im eigenen Namen machen. Wer hindert sie daran? Wer hindert ferner die Vorstände von Aktiengesellschaften, Genossenschaften, wenn sie einmal da sind, Geschäfte im eigenen Namen zu machen? Und wenn Leute vorübergehend auf Empfehlung eines Börsenmitgliedes Zutritt finden, wobei nur an durchreisende Fremde

gedacht sein mag — es kann aber auch auf Andere Anwendung finden —, so können die auch Termingeschäfte machen, wenn man die Sache so regeln wollte, wie das österreichische Börsengesetz es thut. Deshalb ist mein Vorschlag anders gefaßt worden. Ich schließe aus: Termingeschäfte zwischen anderen Personen als Firmen. Dadurch schließe ich aus Vorsteher von Aktiengesellschaften für ihre Person. Ich schließe die Aktiengesellschaft als solche nicht aus. Die Aktiengesellschaft ist ja jedenfalls ins Handelsregister eingetragen, die Aktiengesellschaft kann ohne Weiteres ihre Zulassung zum Börsenbesuch nachsuchen und erlangen. Der Vorstand wird sie dann vertreten; aber er kann nicht im eigenen Namen Börsengeschäfte machen, das will ich verhindern. Auch die Handlungsgehilfen sollen nicht verhindert werden, Zutritt zu erlangen, aber sie sollen verhindert werden, im eigenen Namen Börsengeschäfte zu machen. Ebenso sollen Theilhaber von Handlungsgeschäften verhindert werden, im eigenen Namen Börsengeschäfte zu machen, indem ich die Befugniß auf die Firma beschränke. Deshalb bedarf es nicht eines besonderen Registers für börsenfähige Personen, denn gerade das sucht ja mein Vorschlag in seinem zweiten Theil zu erreichen, indem ich die Anforderung stelle, daß die Leute zum Besuch einer deutschen Börse zugelassen sind. Ich verlange ja nicht, daß Jemand zum Terminhandel zugelassen werde; dann würde ja das Bedenken des Herrn Geheimrath Frentzel begründet sein, daß man zwischen Kassageschäften und anderen Geschäften nicht unterscheidet. Meines Erachtens ist Börsengeschäft Börsengeschäft. Wer einmal zum Börsengeschäft zugelassen ist, dem kann ich nicht ansehen, was er für Geschäfte machen will, das ist seine Sache, ich will ihn nicht bevormunden, er soll seinerseits feststellen können, was er für Bedürfnisse hat, er soll nur vorher die Erklärung abgeben. Von dieser Erklärung erwarte ich, daß eine ganze Menge von Personen dadurch verhindert werden, irgendwie Termingeschäfte zu machen, einmal weil sie es eben unterlassen werden, sich als Firma eintragen zu lassen, und weil zweitens, selbst wenn sie als Firmen eingetragen sind, sich unter diesen noch eine ganze Reihe von Personen finden werden, die nicht die Zulassung zum Börsenbesuch nachsuchen würden, weil sie Furcht haben würden, daß sie dadurch ihren Kredit gegenüber ihren Waarenlieferanten schädigen. Deshalb meine ich, daß mein Vorschlag recht wirksam wäre.

Sachv. **Schinckel:** Ich wollte sagen, daß sich die Vorschläge des Herrn Landgerichtsrath Munk, wie ich schon gestern erwähnt habe, dahin charakterisiren, daß er sagt: ich will keinen einzigen Artikel und kein einziges Papier prinzipiell vom Terminhandel ausschließen, will aber Bestimmungen treffen, nach denen es schon nicht dazu kommt, daß ein Terminhandel darin stattfindet. Ich glaube, daß er heute sagt: ich will keinen Menschen verhindern, Termingeschäfte zu machen, ich will seine persönliche Freiheit nicht beschränken, aber ich will beschränkende Bestimmungen treffen, nach welchen er es schon bleiben lassen soll, Termingeschäfte zu machen.

Nun, meine Herren, ich kann ja die Berliner Verhältnisse nicht so genau beurtheilen. Bei uns in Hamburg würde man es nie verstehen, daß Jemand verhindert werden sollte, solche Geschäfte zu machen, wie er eben machen will. Herr Landgerichtsrath Munk will in der That das Termingeschäft ganz außerordentlich beschränken. Er will es erstens dadurch beschränken, daß nur diejenigen Geschäfte gelten sollen, die an der Börse selbst gemacht werden, und zweitens dadurch, daß er das Börsengeschäft nur ganz bestimmten Personen verstatten will. Nun, ich halte es in der Praxis für gänzlich unausführbar, daß diese Bestimmungen überhaupt Platz greifen. Denken Sie sich, daß Terminbörsen, und zwar wichtige Terminbörsen, in denen so regelmäßig Termingeschäfte stattfinden, wie es eigentlich für ein Termingeschäft nöthig ist — es soll ja ein internationales Termingeschäft sein —, ja nur an ganz außer-

ordentlich wenig Börsen in Deutschland stattfinden, daß dahingegen die Personen, die Herr Landgerichtsrath Munk zu diesem Geschäft zulassen will, an unendlich vielen Orten in Deutschland wohnen, daß sie an unendlich vielen Orten eingetragen werden, daß es für die Leute ja in der Praxis ganz unmöglich ist, von Aschersleben oder Frankfurt am Main, oder ich weiß nicht wo, jeden Tag nach Hamburg zu reisen, um regelmäßige Termingeschäfte an der Hamburger Terminbörse zu machen. Wenn sie einen Kommissionär damit beauftragen, soll das Geschäft ja nicht giltig sein.

(Zuruf: Irrthum!)

Das ist ein Irrthum?

Vorsitzender: Der Herr Sachverständige Munk hat seinen Vorschlag allerdings dahin weiter entwickelt, daß die Leute, die die Absicht haben, sich an Börsengeschäften zu betheiligen, ihre Zulassung zum Börsenbesuch nachsuchen sollen. Dadurch sollen sie berechtigt sein, auch Kommissionären Aufträge zu Termingeschäften zu geben. Thun sie das nicht, dann will der Herr Sachverständige Munk das Geschäft zwischen dem Kommissionär und diesem Dritten für ungiltig erklären. Diese Konsequenz haben Sie (zum Sachverständigen Munk) allerdings gezogen. Ich hatte bemerkt, und den Gedanken hat Herr Professor Schmoller weiter ausgeführt, daß, wenn man sie nicht trifft, man mit dem Vorschlage sehr wenig erreichen würde.

Sachv. **Schinckel** (fortfahrend): Nun wollte ich nur sagen, daß es schon außerordentlich schwer sein wird, zu konstatiren, ob Jemand eingetragen ist. Bekanntlich kann man sehr leicht eingetragen und wieder gelöscht werden. Es könnten die größten Unzuträglichkeiten entstehen, wenn der Kommissionär untersuchen sollte, ob der Kommittent eingetragen ist oder nicht.

Nun aber speziell wenn der Besuch der Börse auf bestimmte Personen beschränkt sein soll, so mag das in Berlin möglich sein, das kann ich nicht beurtheilen; in Hamburg, meine Herren, würde eine solche Maßregel nicht verstanden werden und auch ganz unmöglich einzuführen sein. Herr Landgerichtsrath Munk hat gesagt, daß Firmen mit Rücksicht auf ihren Kredit sich hüten würden, sich als Börsenbesucher eintragen zu lassen, ihr Kredit würde darunter leiden. Meine Herren, in Hamburg ist gerade das Gegentheil der Fall. In Hamburg ist es die größte Ehre, wenn Jemand an der Börse erscheinen kann. Die betreffende Firma müßte ihre Zahlungen eingestellt haben, wenn sie nicht an der Börse erscheinen könnte. Es würde ihren Kredit nicht schädigen, wenn sie an der Börse erscheint, sondern ihr Erscheinen ist absolut nöthig, um ihren Kredit hoch zu halten, und dagegen möchte ich doch die Börse verwahren, daß sie ein Ort sein oder werden solle, wo der Großgrundbesitzer, oder derjenige, der Geschäfte an der Börse machen muß, weil sie sonst nicht giltig sind, sich genirt hinzugehen. Ich konstatire an der Hand unserer Hamburger Verhältnisse, daß eine Beschränkung des Börsenbesuchs in Hamburg unglaublich klingen würde. In Hamburg ist die Börse derjenige Ort, wo sämmtliche Kaufleute sich treffen, an dem sämmtliche Kaufleute die neuesten Nachrichten bekommen können. Schon daß man sie davon ausschließt, würde als eine Härte empfunden werden, die sich in unsere Verhältnisse absolut nicht einfügen ließe. Sie müssen bedenken, daß in Hamburg nicht bloß Fondsgeschäfte an der Börse betrieben werden, nicht bloß Waarengeschäfte, sondern daß die ganze große Rhederei in allen ihren Zweigen dort ihre Wurzeln hat und ihre Nachrichten empfängt. Denken Sie ferner an die große Assekuranzbörse. — Solche allgemeine Bestimmungen würden in Hamburg unausführbar sein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zunächst bemerken, daß meines Erachtens der größte Theil der Ausführungen des Herrn Sachverständigen Schinckel auf Miß-

verständnissen beruht. Vielleicht wird ja Herr Landgerichtsrath Munk nachher noch die Güte haben, das auszuführen.

Jedenfalls ist von verschiedenen Sachverständigen hier konstatirt worden, daß die Thatsache, daß ein Waarenhändler sich in erheblichem Umfange an Termin- und Differenzgeschäften betheiligt, seinen Kredit in den Kreisen derjenigen Leute, mit denen er handelt, zu beeinträchtigen geeignet ist und wirklich beeinträchtigt. Davon ist ja natürlich nicht die Rede, daß dessen Kredit ungünstig beurtheilt wird, der sich an der Börse befindet. Das ist wohl augenscheinlich ein Mißverständniß. Andererseits ist uns auch von Sachverständigen gerade aus Hamburg gesagt, daß dort eine Betheiligung des Privatpublikums an den Termingeschäften fast gar nicht stattfindet. Ich habe sogar meinem Erstaunen darüber Ausdruck gegeben, und der Herr Sachverständige hat wiederholt versichert, es wäre gar nicht davon die Rede.

(**Vorsitzender**: Das war Herr Lürmann aus Bremen!)

Nun, entweder ist es der Fall, daß sich auch dort Handwerker, Portiers u. s. w. an Termingeschäften betheiligen, und dann wird es auch wohl nöthig sein, sie auszuschließen, oder sie betheiligen sich nicht, und dann wird eine Schädigung nicht eintreten.

Auch die Bemerkung bezüglich des Mannes, der in Aschersleben wohnt, beruht, glaube ich, auf einem Mißverständniß. Das hat ja schon der Herr Präsident aufgeklärt.

Ich wollte aber noch an Herrn Landgerichtsrath Munk eine Frage richten.

Sachv. **Schinckel:** Darf ich zur Berichtigung ganz kurz erwähnen, daß allerdings allgemein von der Börse die Rede gewesen ist. Es war nicht von einem speziellen Börsengeschäft die Rede, zu dem der Zutritt nur bestimmten Personen gestattet werden soll. Bei uns in Hamburg giebt es auch keine Grenze zwischen Zeitbörse und allgemeiner Börse, und derjenige, der von der Terminbörse verwiesen würde, würde auch von der allgemeinen Börse verwiesen werden.

Ferner stimme ich vollständig darin überein, daß, wenn sich wirksame Maßregeln finden lassen, um das Spiel zu verhindern, man auch in Hamburg mit Freuden dazu mitwirken wird, und das finde ich viel mehr in § 7e, wonach derjenige bestraft werden soll —

Vorsitzender (den Redner unterbrechend): Darauf kommen wir nachher.

Sachv. **Munk:** Meines Erachtens hat der Herr Vorredner mich insofern mißverstanden, als er immerfort davon spricht, daß ich Jemand von der Börse ausschließen will. Mein Vorschlag schließt gar keinen Menschen aus, sondern es hängt von ihm ab, ob er sich ausschließen will. Wenn er sich klar darüber ist, daß er Termingeschäfte treiben will, so braucht er nur zweierlei zu thun: er braucht nur die Firma ins Handelsregister eintragen zu lassen und seine Zulassung zum Börsenbesuch nachzusuchen.

Vorsitzender: Wenn nun Jemand ein Termingeschäft in Berlin, eins in Frankfurt, ein anderes vielleicht noch wo anders machen wollte, soll er dann, wenn er auch ganz wo anders wohnt und niemals an die Börse gehen will, an allen Börsen den Zutritt nachsuchen?

Sachv. **Munk:** An einer Börse.

Vorsitzender: Und das soll für alle wirken?

Sachv. **Munk:** Für das deutsche Reichsgebiet.

Vorsitzender: Wenn einer in Königsberg wohnt und einmal an irgend einer Börse Geschäfte machen will, soll er dann in Berlin die Zulassung zum Börsenbesuch nachsuchen?

Sachv. **Munk:** Er kann sie auch in Königsberg nachsuchen.

Vorsitzender: Nun, lassen Sie ihn irgend wo anders wohnen, wo eine Börse nicht besteht, in Memel, in Tilsit.

Sachv. **Munk:** Dann wählt der Mann voraussichtlich die ihm nächstgelegene Börse und beantragt dort seine Zulassung. Das würde meines Erachtens gar nicht so schwer sein. Der Herr Vorredner hat dann gemeint, es wäre unmöglich, zu konstatiren, ob Jemand in das Firmenregister eingetragen oder zum Börsenbesuch zugelassen sei. Das dürfte so schwer nicht sein. Wenn in dieser Beziehung Bedenken obwalten sollten, so könnte eventuell im Gesetz zum Ausdruck gebracht werden, daß der gute Glaube schützt. Daß, wenn Jemand sich für etwas ausgiebt, was er nicht ist, er dann schadensersatzpflichtig ist, liegt auf der Hand und folgt aus den allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen. Wenn der Herr Vorredner ferner geltend macht, an der Hamburger Börse wäre es unehrenhaft, wenn Jemand nicht zugelassen ist, so habe ich nichts dagegen. Auch hier ist es keine Schande, wenn Jemand die Börse besucht oder zugelassen ist. Ich will nur, daß diejenigen, die zur Börse gehen, sich auch wie Börsenkaufleute betrachten, daß sie dasjenige thun, was das Gesetz von Großkaufleuten fordert, daß sie sich zunächst ins Handelsregister eintragen lassen und öffentlich bekennen: wir sind Leute, welche die Börse besuchen, und ich knüpfe daran die Folge, daß dann auch die Geschäfte, die sie machen, schlechthin giltig sein sollen, während Geschäfte, die andere Leute machen, insoweit unklagbar sein sollen, als es Termingeschäfte über börsengängige Waaren sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Auch jetzt wird wohl jeder Kaufmann, der mit einem anderen in Geschäftsverbindung treten will, wenn es nicht notorisch ist, sich darüber informiren, ob der Betreffende eingetragener Kaufmann ist. Also diese Information wird jetzt schon Jeder einziehen, der mit einem Anderen überhaupt ein Handelsgeschäft abschließen will.

Dann wollte ich fragen, ob denn jetzt die Eintragung der Firma nach Lage der Gesetzgebung auch für Häuserspekulanten, Winkelkonsulenten und solche, die nicht Handelsgeschäfte gewerbsmäßig in größerem Umfange treiben, zulässig ist. Ich gebe ja zu, daß eine solche Eintragung erschlichen werden kann, aber ist es nicht jetzt zulässig, daß die Handelskorporation oder irgend eine andere Instanz kommt und dem Handelsrichter sagt: „die und die und die Leute treiben gar keine Handelsgeschäfte; wir bitten dieselben aus dem Register zu löschen.“ Der umgekehrte Fall ist gemäß der Vorschriften des Gesetzes jetzt wiederholt vorgekommen, daß die Handelsvorstände sich bemüht haben, diejenigen Leute zu eruiren, die in größerem Umfang Geschäfte treiben, also Kaufleute sind und sich eintragen lassen müssen — zu dem Zweck, um deren Mitgliedschaft in der Handelskammer und ihre Heranziehung zu den Kosten zu ermöglichen. Aber ich sollte meinen, daß auch der umgekehrte Fall der Rechtslage entspricht, daß also dem Handelsrichter nachgewiesen werden kann: es haben sich Leute in das Handelsregister eintragen lassen, die gar keine Kaufleute sind und welche gar nicht gewerbsmäßig Handelsgeschäfte treiben, wir bitten, dieselben zu löschen.

Sachv. **Munk:** Eine derartige Bestimmung besteht nicht. Der Handelsrichter hat zwar die Pflicht, darauf zu halten, daß Jemand sich eintragen läßt, dagegen kann er nicht verhindern, daß Leute sich eintragen lassen, die an und für sich kein Recht darauf haben.

Vorsitzender: Erloschene Firmen können allerdings gelöscht werden; aber ein solches Verfahren, wie Sie (zum Geheimen Ober-Regierungsrath Gamp) voraussetzen, giebt es nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Zu meiner Zeit wurden, ehe Jemand sich in das Handelsregister eintragen lassen konnte, gewisse Nachweise in Betreff der wirklichen Geschäftsbegründung, wie eines geplanten gewissen Umfangs durch begonnene Bücher oder etwas Aehnliches gefordert. Ich glaube doch, daß eine solche Kognition nach dieser Richtung auch heute noch seitens des Handelsrichters stattfindet.

Sachv. **Munk:** In dieser Beziehung kann ich keine Antwort geben, weil ich selbst das Handelsregister niemals geführt habe. Nach meinem Dafürhalten kann es eine irgendwie wirksame Kontrole nicht geben. Wenn derjenige, der ins Handelsregister eingetragen sein will, ein Buch anlegen soll, so wird er das Buch anlegen, das ist ja eine Kleinigkeit, und daß sonst der Registerrichter feststellt, ob er Handelsgeschäfte treibt oder treiben will, ist undurchführbar. So, wie der Geschäftsgang bei den Gerichtsbehörden überhaupt ist, halte ich es für undenkbar, daß ein Richter die Wahrheit in dieser Beziehung ermitteln soll. Dazu würden ganz andere Organe berufen sein, als gerade der Registerrichter.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Aber Sie unterstellen doch bei Ihren Vorschlägen, daß in dieser Beziehung nachher eine Kognition stattfindet?

Sachv. **Munk:** Ich glaube, die Sache würde wohl verschieden gehalten.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie gehen also für die Eintragung davon aus, daß der Betreffende sagen kann: diese Prüfung geht dich gar nichts an. Ich will gewerbsmäßig Termingeschäfte treiben, deshalb will ich eingetragen sein?

(Sachv. Munk: Ja!)

Der Wucherer wie der Häuserspekulant

(Sachv. Munk: Ja!)

wie in dem betreffenden Fall der Gutsbesitzer?

Es hat ja keinen Zweck, einen Vorschlag, den der Herr Sachverständige so fein ausgearbeitet hat, auf alle seine Pointen zu prüfen. Ich glaube allerdings, daß sich der Vorschlag mehr empfehlen würde, wenn gewisse Verklausulirungen wegfielen, namentlich einmal bei dem, der eingetragen ist, doch noch die Zulassung der Einrede, daß die effektive Lieferung ausdrücklich ausgeschlossen worden, und dann vor Allem die Modifikation, daß irgend eine Behörde trotz dieser Eintragung darauf dringen kann, daß, weil der Mann bloß Spiel betreibt, er hinausgewiesen wird, zumal ich nicht recht absehe, wer das eigentlich sein würde, und ob die Sache überhaupt effektvoll sein könnte. Nach meiner Ansicht aber unterscheidet sich der Vorschlag im Ganzen genommen von dem vorgeschlagenen bloßen Börsenregister, auch wenn ich annehme, daß dieses Börsenregister öffentlich geführt und daß seine Mittheilungen publizirt werden, dadurch, daß der Betreffende ganz scharf zum Kaufmann mit allen Konsequenzen gestempelt wird, so daß ich allerdings glaube, daß noch eine größere Anzahl von Gruppen auf diesem Wege vom Termingeschäft ausgeschlossen würde, als nach jenem Vorschlage, zumal das Sichbekennen als Kaufmann doch eine ganze Reihe von Konsequenzen öffentlicher und privatrechtlicher Natur hervorbringen würde, wie insbesondere die Präsumtion, daß alle seine Geschäfte Handelsgeschäfte sein würden. Das kann ich also allerdings nicht leugnen — über die einzelnen Unterschiede sich genau zu informiren, hat zunächst kein Interesse —, daß, prinzipiell betrachtet, der Vorschlag gegenüber dem Börsenregister schärfer ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja.

Herr Munk ist davon ausgegangen, daß er den Zustand an einer Börse schilderte, wo die Giltigkeit der Termingeschäfte auf die Lokalität der Börse begrenzt wird. Er hat sich der

Mühe überhoben, zu beweisen, daß dieser Zustand an und für sich ein wünschenswerther ist. Ich muß aber annehmen, daß er diese örtliche Begrenzung für eine wünschenswerthe hält und sie nur örtlich weiter ausdehnen will. Ich will also zunächst bemerken, daß wir bis jetzt nur Börsen kennen als für bestimmte Orte geschaffene Einrichtungen, und daß wir also bis jetzt noch keinen Zustand kennen, wo ein außerhalb dieses Ortes Wohnender seine Zugehörigkeit zu der Ortsbörse erzwingen kann. Wir müßten also vollständig neue Einrichtungen nach dieser Richtung hin treffen, denn Herr Landgerichtsrath Munk wird nach seiner Deduktion gewiß zugeben, daß Leute, die nach seiner Meinung ganz sicher ein Recht darauf haben, ein rechtsgiltiges Termingeschäft schließen zu können, nicht immer an dem Ort zu wohnen nöthig haben werden, an dem eine Börse sich befindet.

Nun aber bin ich über einen Punkt gar nicht klar geworden. Herr Landgerichtsrath Munk hat den internationalen Handel besonders betont; er hat uns darüber aber im Zweifel gelassen, wie es mit der Rechtsgiltigkeit derjenigen Börsentermingeschäfte steht, die geschlossen werden zwischen einer Partei, die im Deutschen Reiche wohnt, und die nun also die Qualifikation hat, wie Herr Landgerichtsrath Munk meint, und einem außerhalb des Deutschen Reiches wohnenden Kaufmann oder einer dort wohnenden Person. Wie steht es nun mit der Rechtsgiltigkeit solcher Geschäfte, die gerade, wenn die Internationalität zu betonen ist, erst recht zur Theilnahme an dem Börsengeschäft berechtigt sein sollten? Ich möchte bitten, daß er doch über die Rechtsgiltigkeit solcher Geschäfte sich einmal auslassen möchte.

Sachv. **Munk:** Ich habe ja einen bestimmten Vorschlag gemacht, den ich auch formulirt habe. Ich bin der Meinung, daß diejenigen Beschränkungen, die ich in Vorschlag bringe, Anwendung finden sollen in erster Linie auf Geschäfte, welche in Deutschland geschlossen sind, und zweitens auf solche Geschäfte, welche zwar im Ausland geschlossen sind, aber bei denen Inländer betheiligt sind. Es würde eben der inländische Richter das inländische Gesetz zur Anwendung zu bringen haben; sofern der Vertrag hier in Deutschland geschlossen ist, dann würde er zu fragen haben: sind die Bestimmungen des deutschen Gesetzes beobachtet? Wenn der Vertrag dagegen im Auslande geschlossen ist, so würde er zwar zu prüfen haben, welche Bestimmungen das ausländische Gesetz bezüglich der Zulässigkeit des Terminhandels trifft, aber er würde auch in Frage zu ziehen haben: ist bei diesem gewissen Geschäft, das im Auslande geschlossen ist, ein Inländer betheiligt? Von dem Inländer kann er erwarten, daß er die inländischen Gesetze auch im Auslande beobachtet. Wenigstens soll der Richter diese Vorschriften, weil sie einen zwingenden Charakter haben, auch zur Anwendung bringen, sofern ein Inländer im Auslande kontrahirt hat. Wenn dagegen zwei Ausländer im Auslande kontrahirt haben, so würde der inländische Richter lediglich die Giltigkeit des im Auslande geschlossenen Geschäfts nach den im Auslande giltigen Gesetzen zu beurtheilen haben. Dagegen, wenn ein Inländer mit einem Ausländer handelt, ist die Sache etwas anders. Der Inländer hat die Aufgabe, die inländischen Gesetze nicht bloß im Inlande zu beobachten, sondern gewisse Gattungen von Gesetzen hat er auch zu beobachten, wenn er sich im Auslande befindet. Damit eben nicht eine Mißdeutung des inländischen Gesetzes stattfinden kann, habe ich mir erlaubt, mit Rücksicht auf den internationalen Charakter zu empfehlen, in das Gesetz gleich eine Bestimmung über das Anwendungsgebiet aufzunehmen, weil sonst allerdings die Möglichkeit jeden Tag eröffnet werden würde: was ich hier nicht in Deutschland kann, das mache ich eben im Auslande; und der inländische Richter würde dann genöthigt sein, solche Verträge, die im Auslande abgeschlossen sind, im Inlande zu genehmigen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will ein Beispiel sagen. Ein Petersburger Kaufmann giebt einem Berliner börsenberechtigten Kaufmann die Ordre, 1000 Wispel Rogges in Berlin zu kaufen. Ist das ein im Inlande geschlossenes Geschäft? Ich glaube, ja! Würde dann der Fall eintreten, daß der Petersburger gegen den Berliner nicht klagen könnte? — Denn es wäre ja in Bezug auf das Kommissionsgeschäft, welches Sie (zum Sachv. Munk) vorher ganz gleich behandeln wollten, wie das eigentliche Börsengeschäft, insofern das inländische Recht übertreten, als der Berliner Kaufmann ein Kommissionsgeschäft im Inlande mit einem, der nicht an einer inländischen Börse vertreten wäre, gemacht hätte, und das ist offenbar eine Lücke in Ihrer Deduktion. Es handelt sich hier um etwas, was Sie auch wollen, nämlich Beförderung des internationalen Geschäfts, und dies ist ein Fall, der alle Tage alle Börsen vollauf beschäftigt, und ich glaube, wenn Sie für diese Frage nicht in einer vollkommen für das Rechtsbewußtsein genügenden Weise einen Vorschlag machen können, dann würden Sie selbst das ertödten, was Sie als die Wurzel des soliden internationalen Termingeschäfts hingestellt haben.

Sachv. **Munk:** Ich gebe zu, daß das eine Lücke ist. Es scheint mir auch, daß die Fassung, welche ich vorgeschlagen habe, bezüglich dieser Vorschrift vielleicht diesen einen Fall nicht trifft, und der müßte so entschieden werden, wie Herr Kommerzienrath Frentzel vorschlägt. Es wird aber meiner Ansicht nach keine Schwierigkeiten machen, eine andere Fassung zu wählen, welche auch diesen Fall im Sinne des Herrn Frentzel erledigen würde. Es würde also eine kleine Verbesserung meines Vorschlags sein, die aber das Wesen der Sache selbst eigentlich gar nicht berührt. Ich gebe meine Vorschläge auch nicht für unverbesserlich aus.

Vorsitzender: Für den internationalen Verkehr würden Sie diese Beschränkung nicht aufrecht erhalten? Es würde Jemand, der nicht in das Handelsregister eingetragen ist, dann doch ein giltiges Termingeschäft mit einem Ausländer machen können?

Sachv. **Munk:** Verzeihen Sie, der Inländer unterliegt den gesetzlichen Bestimmungen.

Vorsitzender: Er soll also den Ausländer verklagen können, der Ausländer ihn aber nicht?

Sachv. **Munk:** Doch! Der Herr Geheimrath stellte die Frage, ob der Petersburger Kaufmann, der in einem inländischen Handelsregister nicht eingetragen ist, von diesem Recht betroffen werden soll. Die Frage würde ich verneinen.

Vorsitzender: Was ist denn nun die Konsequenz? Soll das Geschäft, das also ein hier nicht Eingetragener mit einem Ausländer schließt, nichtig oder giltig sein?

Sachv. **Munk:** Verzeihen Sie, Herr Präsident: der Betreffende muß die Fähigkeit haben nach dem inländischen Gesetz.

Vorsitzender: Ich setze voraus, er hat sie nicht. Er hat ein Geschäft mit einem gutgläubigen Ausländer geschlossen; Sie wollen das Geschäft als nichtig behandeln?

Sachv. **Munk:** Das würde ich als nichtig behandeln.

Vorsitzender: Das heißt also, der Ausländer soll gegen ihn nicht klagen können. Das würde für den internationalen Handel recht störend sein. Indeß wir haben ja hier die Konsequenzen nicht zu ziehen. Sie wollen also die Geschäfte als ungiltig behandeln, die außerhalb der Börse geschlossen werden, bei denen der eine Theil nicht ins Handelsregister eingetragen ist.

Wir können nun die Sache verlassen und zu Punkt 7 weitergehen.

Sachv. **Salomon:** Ich befinde mich in der Lage, nachweisen zu können, daß die Vorschläge des Herrn Landgerichtsrath Munk die allerschlimmsten Folgen nach jeder Richtung haben würden und praktisch unausführbar sind. Ich werde bei den einzelnen Punkten darauf zurückkommen, möchte aber vorausschicken, daß ich gestern bereits überzeugend bewiesen zu haben glaube, daß das Termingeschäft und das Kassageschäft in ihren Wirkungen als gleichartig hingestellt werden können, und, da die Vorschläge des Herrn Landgerichtsrath Munk sich nur auf das Termingeschäft beschränken, würden sie vollständig ins Wasser fallen, wenn nicht auch die betreffenden Konsequenzen für das Kassageschäft gezogen würden. Wollte Herr Munk seinen Vorschlag auf alle Börsengeschäfte ausdehnen, so müßte auch Jemand, der 100 Mark erspart hat und sich dafür an der Börse dreiprozentige Reichsanleihe kaufen möchte, auch wenn er nicht spekuliren will, sich in das Handelsregister eintragen lassen. —

In Betreff der Frage: Giebt es Merkmale, wonach sich der reelle Terminhandel von dem bloßen Differenzgeschäft unterscheidet, und empfiehlt es sich, letzterem durch gesetzliche Bestimmungen entgegenzuwirken, bin ich der Auffassung, daß sich der Terminhandel vom bloßen Differenzgeschäft erkennbar äußerlich nicht unterscheidet, und da er sich nicht unterscheidet, so kann ich die folgende Frage auch nur beantworten, wenn ich darauf Rücksicht nehme, daß von anderer Seite eine andere Meinung herrscht, dahin, daß gesetzliche Bestimmungen der bezeichneten Art nicht eingeführt werden sollten.

Vorsitzender: Wenn also die ausdrückliche Abrede stattgefunden hat, daß nur die Differenz bezahlt werden soll, würden Sie das nicht als Merkmal betrachten?

Sachv. **Salomon:** Das ist selbstverständlich ein Merkmal.

Vorsitzender: Das würden Sie nicht für zulässig halten?

Sachv. **Salomon:** Wenn die Abrede getroffen ist, daß die Lieferung ausgeschlossen sein soll, würde ich sagen, es ist kein reelles Termingeschäft, sondern ein Differenzgeschäft, und für diesen Fall würde ich ihm auch die Berechtigung absprechen.

Freiherr **von Huene:** Ein früherer Berliner Sachverständiger hat gesagt, man könne allerdings nicht vorher unterscheiden, ob ein solches Geschäft ein reines Differenzgeschäft sei, wohl aber nachher aus den gesammten Umständen, unter denen das Geschäft geschlossen ist. Ich habe den Herrn Sachverständigen so verstanden, daß er auch das in Abrede stellt.

Sachv. **Salomon:** Ich stelle auch das in Abrede, weil ich der Meinung bin, daß die effektive Lieferung durch unsere Börseneinrichtungen, wie ich sie von der Berliner Börse kenne, in allen Fällen gefordert werden kann, und daß auch für die praktische Wirkung der Umstand, daß die effektive Lieferung verlangt werden kann, maßgebend ist, insofern derjenige, der gekauft hat, faktisch darauf vorbereitet sein muß, das Geld zu bezahlen und der, welcher verkauft hat, darauf vorbereitet sein muß, daß er effektiv die Papiere liefern muß. Dieser Zwang beeinflußt denn auch oft die Kursrichtung.

Vorsitzender: Nun ist die Frage, ob es zweckmäßig ist, dem Börsenspiel durch irgend welche beschränkenden Bestimmungen entgegenzuwirken. Sie geben doch wohl zu, daß der Terminhandel vielfach zum Börsenspiel mißbraucht wird?

Sachv. **Salomon:** Zweifellos! Es ist den Börsenkaufleuten selbst sehr erwünscht, das unreelle Geschäft auszuschließen.

Vorsitzender: Wenn Sie gefälligst praktische Mittel vorschlagen wollten, würden wir Ihnen dankbar sein. Es sind ja einzelne Anregungen hier gegeben. Sie können aber auch andere Vorschläge machen. Wir können vielleicht zunächst nach der Reihe gehen.

Sachv. **Salomon:** Also, es wird gefragt, ob alle Termingeschäfte mit Privatpersonen, etwa Handelsangestellten u. s. w., für nichtig und unklagbar erklärt werden sollen. Wir haben in der Beziehung auf die Handelsangestellten an der Börse eine nicht ganz unwirksame Einrichtung getroffen, die zu verstärken wir noch beschäftigt sind. Ich weiß nicht, ob das in den früheren Ausführungen schon erklärt worden ist. Es ist aus einer privaten Vereinigung hervorgegangen und ist vom Börsenvorstand übernommen worden.

Vorsitzender: Halten Sie das wirklich für zweckmäßig? Sind solche Geschäfte mit Handelsangestellten unterblieben?

Sachv. **Salomon:** Der Meinung bin ich nicht, es sind sehr viele nicht zur Kognition gekommen. Die Geschäfte mit Handelsangestellten sind ohnehin auch durch das Handelsgesetzbuch beschränkt.

Vorsitzender: Also es ist nicht sehr wirksam?

Sachv. **Salomon:** Es ist nicht sehr wirksam, und es wäre wünschenswerth, daß es wirksamer gemacht werden könnte.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht persönlich der Meinung ist, daß es nach dieser Richtung hin nothwendig sein wird, in der Börsenordnung von Berlin, aber auch für jede andere Börse striktere und schärfere Bestimmungen zu treffen.

Sachv. **Salomon:** Das ist sehr richtig. Ich bin der Meinung, daß, wenn bisher unsere Aktion nicht kräftig gewirkt hat, das nur daran lag, daß die Börsenvorstände in Bezug auf ihre Rechte und Vollmachten sehr beschränkt gewesen sind, daß also dasjenige, was sie haben ausüben können, noch sehr schwache Maßregeln waren. Wir hatten in verschiedenen Fällen den Aushang der betreffenden Firmen an der Börse projektirt und würden den auf unsere persönliche Verantwortung hin vorgenommen haben; denn an sich sind bekanntlich Geschäfte zwischen Angestellten nicht verboten, und wenn wir Jemand aushängen, so kann das als öffentliche Verrufserklärung, Verleumdung, Beleidigung u. s. w. aufgefaßt werden. Wir sind nicht in der Lage, im Einzelfalle der Sache auf den Grund zu gehen, weil wir keine Zeugenvernehmung, keine Vereidigung, keine Untersuchung vornehmen können, und wenn uns der Einzelne keine Antwort giebt, so sind wir auf dem Standpunkt, daß wir die Wahrheit nicht eruiren können. Das führte im Einzelfalle dahin, daß, als ein Angestellter mit mehreren Firmen gehandelt hatte, wir diejenigen, die es zugestanden haben, hätten aushängen müssen, und diejenigen, denen wir es nicht nachweisen konnten, nicht aushängen konnten. Das ist ein Zustand, der beseitigt werden könnte, wenn unsere Funktionen — natürlich unter Beaufsichtigung einer höheren Instanz, des Bezirksausschusses oder einer sonstigen behördlichen Aufsicht, — erweitert würden. So lange wir nicht energischere Mittel haben, können unsere Maßregeln nur unwirksam sein. Wir werden mehr erreichen, wenn wir, wie ich hoffe, weitere Machtvollkommenheiten bekommen.

Vorsitzender: Das hängt mit der anderen Frage der Disziplinargewalt zusammen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur bemerken, daß bisher Anträge an die Aufsichtsbehörde auf Verschärfung der Bestimmungen meines Wissens nicht herangetreten sind, wenigstens nicht Anträge, die dort nicht Genehmigung gefunden haben.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich würde demgegenüber bemerken, daß, was die Berliner Verhältnisse betrifft, man sich getröstet hat, daß der Handelsminister derartigen Anträgen zustimmen wird, und daß man im Inneren der

Aeltesten der Kaufmannschaft bereits bemüht gewesen ist, Anträge zu formuliren. Ich gebe aber zu, daß dieses Bemühen jetzt eine Unterbrechung erfahren hat, gerade mit Rücksicht auf unsere Enquete, weil wir uns sagen: was sollen wir noch mit Spezialanträgen kommen, wenn vielleicht generelle Maßregeln getroffen werden.

Sachv. **Salomon:** Das kann ich aus den Internis des Börsenkommissariats bestätigen, daß wir mit Rücksicht auf die Enquete die Stellung von Anträgen unterlassen haben, die zweifellos sonst vielleicht vor vier bis fünf Monaten erfolgt wäre.

Vorsitzender: Würde sich nun ein disziplinarisches Einschreiten rechtfertigen gegen Leute, die Geschäfte notorisch nur auf Spiel abgeschlossen haben mit unselbstständigen Personen, die nicht gerade zu den Handelsangestellten zu gehören brauchen? Es sind ja in neuerer Zeit solche Fälle durch die Presse gegangen.

Sachv. **Salomon:** Wenn eine wirksame Strafe innerhalb unserer Kompetenz, etwa dauernde Ausschließung von der Börse, verhängt werden sollte, würde damit eine Verurtheilung der betreffenden Person eventuell zur Existenzlosigkeit verknüpft sein, was, glaube ich, über dasjenige hinausgeht, was man dem Vorstande einer Korporation zustehen lassen sollte; und in der Beziehung würde man vielleicht die allgemeine Rechtsprechung erweitern können. Ich glaube, dasjenige, was man dem Betreffenden anthun könnte, würde so weitgehend sein, daß man der ordentlichen Gerichtsbarkeit das Recht geben sollte, unter Umständen z. B. auf Unfähigkeit zur Ausübung des Bankiergewerbes oder dergleichen zu erkennen.

Vorsitzender: Die ordentliche Gerichtsbarkeit hat in der Beziehung keine Mittel.

Sachv. **Salomon:** Jetzt noch nicht.

Vorsitzender: Die würden auch kaum zu geben sein. Es giebt doch nicht bloß Geschäfte mit Handelsangestellten, sondern auf ganz derselben moralischen Stufe stehen Geschäfte mit anderen unselbstständigen Personen, mit Gesinde u. s. w. Es wäre doch denkbar, daß wenigstens solche Leute, die gewerbsmäßig mit derartigen Personen zu verkehren pflegen, von der Börse, wenigstens zeitweilig, ausgeschlossen werden.

Sachv. **Salomon:** Ja, ich bin der Meinung, daß wir in der Beziehung eine durch eine höhere Instanz geschützte und gemäßigte Disziplinargewalt haben sollen; aber ich bin ferner der Meinung, daß, weil es sich um ganz eingreifende Strafen handelt, es über das hinausgeht, was man dem Vorstande einer Korporation an Berechtigung gewähren kann.

Professor Dr. **Cohn:** Ich habe zu meiner großen Freude aus dem, was der Herr Sachverständige eben sagte, entnommen, daß Sie ein entschiedenes Bedürfniß nach Erweiterung Ihrer Befugnisse im Börsenvorstand empfinden. Meines Wissens — ich bin nicht immer hier gewesen — ist es zum ersten Male, daß das von einem Sachverständigen erklärt wird.

(Zuruf: O nein!)

Also meines Wissens nur.

Daran möchte ich die Frage knüpfen, ob Sie nicht doch unmittelbare Schritte thun möchten, um von dem vorgesetzten Ministerium die Genehmigung zu einer Erweiterung Ihrer Befugnisse zu erhalten, da es durchaus nicht wünschenswerth wäre, daß diese Enquete eine Verzögerung herbeiführt, die ja aller Wahrscheinlichkeit nach eine ganz erhebliche wäre. Bei so dringenden Anlassen und bei einer solchen Bereitwilligkeit des Börsenvorstandes und der vorauszusetzenden Bereitwilligkeit des aufsichtführenden Ministeriums wäre es doch sehr wünschenswerth, daß die Herren sich unmittelbar in Verbindung setzten,

um das Ihrige zu thun, damit diese schreienden Mißstände beseitigt würden.

Sachv. **Salomon:** Wir haben geglaubt, dem Herrn Minister nicht zumuthen zu sollen, daß er auf kurze Zeit eine Bestimmung treffe, die vielleicht bald durch andere Beschlüsse geändert werden könnte. Sollte aber die hohe Kommission der Meinung sein, daß wir in dieser Beziehung prozediren sollten, so würde ich mich gern zum Uebermittler einer derartigen Auffassung an den Vorsitzenden machen.

Vorsitzender: Das würde wohl außerhalb unserer Aufgabe liegen. Die Herren können ja die Anregung immerhin ad notam nehmen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte mir an den Herrn Sachverständigen die Anfrage erlauben: soll eine derartige Maßnahme sich ganz ausschließlich gegen Angestellte von Häusern richten? Würden dieselben dadurch nicht gewissermaßen zu Menschen zweiter Klasse gemacht werden? Viele von ihnen werden ja gewiß in der Lage sein, für eigene Rechnung ab und zu Geld anlegen zu können, wenn auch vielleicht derartige Geschäft sich nicht sehr häufig ereignen würden. Liegt es nun in Ihrer Absicht, nur die Angestellten von Häusern, von Geschäften auszuschließen, oder auch Beamte öffentlicher Kassen und Institute, und speziell solche, welche mit der Kassenführung beauftragt sind? Haben Sie etwa in dieser Beziehung sich irgendwie schlüssig gemacht?

Sachv. **Salomon:** Diejenigen Firmen, die zusammengetreten sind und die auch durch die Börsenbehörde Unterstützung finden, haben in der Beziehung auf Handelsangestellte die Einrichtung getroffen, daß es ausgeschlossen ist, nicht allein Termingeschäfte zu machen, sondern auch Kassageschäfte, daß also auch für den Fall, wo ein Handelsangestellter sich bei einer betheiligten Firma meldet und ein Kassageschäft machen will, die Zustimmung des Prinzipals vorhanden sein muß.

Vorsitzender: Herr Kommerzienrath Mendelssohn meint Geschäfte mit anderen Kassenbeamten. Es kommt vor, daß dieselben aufgefordert, ja geradezu verleitet werden, solche Geschäfte zu machen und daß sie dadurch dann wieder verführt werden, ihre Kassen zu bestehlen.

Sachv. **Salomon:** Es ist das nicht übereinstimmend mit den Geschäften der Angestellten von Handelsfirmen. Man nimmt an, daß unter Umständen durch die Geschäfte, die Handelsangestellte mit anderen Firmen machen, verrathen werden kann, was ihre eigene Firma für Interessen hat. Das ist mit ein Hauptgrund, der zum Einschreiten nöthigt, und es ist gefährlich für die Börse selbst. Das trifft nicht zu auf alle anderweitigen Beamten und nicht auf die, die nicht in der Lage sind, bei ihrer eigenen Kasse Geschäfte zu machen. Und so würde ich meinen, daß, wenn man nicht von vornherein präsumiren kann, daß da irgend etwas Böses vorliegt, man sich sehr wohl auf Geschäfte mit solchen Personen einlassen kann. Es könnte ja der Beamte auch ein reicher Mann sein, er könnte auch größere Kapitalanlagen machen, Vorschußgeschäfte machen. Seine eigene Vermögensverwaltung zu beschränken, würde nicht angängig sein, wenn nicht der einzelne Fall Verdachtsmomente liefert.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte den Herrn Sachverständigen fragen, ob sich dieses Verbot nur auf Handelsangestellte Berliner Firmen erstreckt, oder ob Sie es allgemein auf alle Handelsangestellten ausdehnen wollen?

Sachv. **Salomon:** Es wäre ganz gut, es auf alle Angestellten auszudehnen. Aber es ist ja natürlich die Voraussetzung, daß immer festgestellt werden muß, ob Jemand in der That gewußt hat, daß der Betreffende Handelsangestellter ist. Es sind Fälle vorgekommen, die auch zur Kognition der Börsen-

vorstände kamen, daß ein Handelsangestellter, der bedeutend defraudirt hatte, bei einer hiesigen Firma Geschäfte gemacht hat. Die betreffende Firma hat nachgewiesen, daß sie von einem ersten Auskunftsbureau Berlins die Auskunft bekommen hat, der Mann wäre Rentier, lebte in wohlhabenden Verhältnissen und wäre für Geschäftsverbindungen zu empfehlen. Die Leute haben drei Vierteljahre lang auf Grund dieser Auskunft Geschäfte mit ihm gemacht, und man konnte ihnen einen Vorwurf nicht machen. Natürlich wird in jedem Falle untersucht, ob bona fides vorliegt; wenn das der Fall ist, dann kann eine Strafe nicht eintreten.

Vorsitzender: Das Schlimmste war der Bocksche Fall. Der Mann hatte 6- oder 700 Thaler Gehalt und machte Geschäfte von Millionen.

Sachv. **Salomon:** Ja, ich sprach soeben von dem Bockschen Fall, wir haben die Originalauskunft gesehen.

Vorsitzender: Meinen Sie wirklich, daß der Bankier in gutem Glauben gewesen ist?

Sachv. **Salomon:** Ja. Der Vertreter der Filiale der betreffenden Firma hat diese Auskunft beigebracht.

Vorsitzender: Es ist doch mindestens ein fahrlässiges Verfahren, daß er sich nicht eingehender erkundigt hat.

Sachv. **Salomon:** Nach dem Wortlaut der Auskunft konnten wir eine Fahrlässigkeit nicht erkennen.

Vorsitzender: Wir haben kürzlich einen Fall in meiner Amtssphäre gehabt — glücklicherweise kommen sie sehr selten vor —: ein Beamter hatte spekulirt und wurde dadurch verleitet, Unterpfänder anzugreifen. Als es damit nicht mehr ging, wurde er verhaftet und beging Selbstmord. Wenn er bei den Spekulationen als Beamter sich zu erkennen gegeben hätte, würde man doch wohl Bedenken gehabt haben. Er hat seine Geschäfte aber allerdings bei verschiedenen Firmen und durch dritte Personen gemacht, und dem ist schwer entgegenzutreten.

Sachv. **Salomon:** Das ist natürlich schwer zu treffen. Man kann dem Bankier nicht zumuthen, wenn er sich überzeugt, daß das Papier nicht aufgerufen ist, daß er die 1000 Mark konsolidirte Staatsanleihe nicht kaufen soll. Die Legitimation zu prüfen, ist er nicht in der Lage. Wir verlangen auch, daß die Firma die nöthige Sorgfalt nachweist. Man hätte sich erkundigen müssen, bevor man Zeitgeschäfte oder Spekulationen für die betreffende Person machte.

Vorsitzender (fortfahrend): Der Verbrecher fing es schlau an. Er nahm die Papiere, verpfändete sie bei der Reichsbank, benutzte das darauf empfangene Geld dazu, seine Differenzen zu bezahlen, und der Krug ging so lange zum Wasser, bis er schließlich brach. Die Verführung für Beamte, die mit Werthpapieren und Geld zu thun haben, ist außerordentlich groß, und wenn ein Bankier mit solchen Leuten Geschäfte macht, ist es mindestens dasselbe, als wenn er für Handelsangestellte Geschäfte macht.

Sachv. **Salomon:** Vermöge unserer Disziplinargewalt verlangen wir, daß, wenn der Bankier Zeitgeschäfte macht, er sich namentlich über den Charakter und die Persönlichkeit der Kommittenten ganz genau erkundigt; und wenn er dabei die Sorgfalt außer Acht läßt oder die Erkundigung bei Seite läßt, so würden wir ihm einen Vorwurf daraus machen.

Vorsitzender: Sie glauben, daß auf dem Wege der Börsendisziplin die vorhandenen Uebelstände sich am besten bekämpfen lassen?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Sie sind dann also nicht der Ansicht, daß die Beschränkung sich nur auf Handelsangestellte beziehen soll, sondern auch auf andere Personen?

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, daß die Beschränkung sich auf Handelsangestellte in erster Linie mit besonderen Kautelen beziehen soll. Bei anderen Berufsklassen, soweit sie Spekulationsgeschäfte, Lombardgeschäfte ꝛc. betreiben, würde ich es für nöthig halten, daß eine genügende Erkundigung vorausgeht, widrigenfalls die Betreffenden, abgesehen von demjenigen, was denselben zivilrechtlich von anderen Seiten bevorstehen könnte, auch der Disziplinarstrafe an der Börse eventuell verfallen würden.

Vorsitzender: Bei Kassenbeamten und unselbstständigen Leuten in weiterem Umfange kann man wohl kaum ein legitimes Interesse voraussetzen.

Sachv. **Salomon:** Man kann das legitime Interesse nicht vom Stande unbedingt abhängig machen, wie ich mir schon gestern erlaubte, hier zu sagen. Es giebt ja schließlich auch in jedem Stande außerordentlich reiche Leute, deren Vermögensverwaltung man nicht beschränken kann.

Vorsitzender: Das würden dann Ausnahmen sein.

Sachv. **Salomon:** Ein Bankbeamter, der Zeitgeschäfte macht, würde allerdings von vornherein sehr bedenklich sein.

Professor Dr. **Cohn:** Ich verstehe den Herrn Sachverständigen so, daß Sie in der That geneigt wären — ich glaube, Herr Landgerichtsrath Wunk hat in der vorigen Woche etwas Aehnliches ausgeführt —, daß die Disziplinargewalt des Börsenvorstandes angewandt werden soll, um Kommissionäre ganz oder zeitweilig auszuschließen, die ihr Kommissionsgeschäft zur Verleitung beziehungsweise zur frivolen Heranziehung einer Kundschaft benutzt haben. Sie würden also nicht eine bestimmte Kategorie bilden, sondern Sie würden ganz im Allgemeinen eine disziplinarische Behandlung von Börsenleuten offen halten, welche sich derartiges haben zu Schulden kommen lassen?

Sachv. **Salomon:** Das habe ich bis jetzt nicht gesagt, Herr Professor, das kommt wohl bei einer späteren Erörterung, wo wir über die Ehrengerichte sprechen werden.

Professor Dr. **Cohn:** Ich glaubte, Sie hätten das hiermit ausgesprochen.

Sachv. **Salomon:** Nein, ich habe von Kommissionären, die zum Börsenspiel verleiten, nicht gesprochen, nur von Kommissionären, die mit Leuten Geschäfte machen, gegen die sie Verdacht haben könnten, ob sie in legitimer Weise berechtigt wären, Geschäfte zu machen.

Professor Dr. **Cohn:** Ich meinte aber nur, daß Sie jetzt nicht wünschen, dieses Verfahren binden zu lassen an Kassenbeamte, Handelsangestellte, Reichsbankbeamte, sondern Sie sagten, Sie wünschten die freie Würdigung des einzelnen Falles, unabhängig von Stand und Beruf der betreffenden Spekulanten. Nicht wahr?

(Sachv. Salomon: Ja!)

Wir können wohl später darauf noch zurückkommen.

Vorsitzender: Wir sprachen von den Geschäften solcher Personen, von denen man vermuthen muß, daß sie nur Börsenspiel treiben.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, ich glaube, in diesem Falle handelt es sich darum, die Folgen von Differenzgeschäften rechtsunwirksam zu machen — so ist wenigstens die Frage gestellt — gegenüber Personen, die aus ihrer Stellung heraus nicht berechtigt sind, denen es sogar verboten ist, der-

artige Geschäfte zu machen. Darum handelt es sich; die sonstigen Dinge, Verleitung u. s. w., kommen ja in einer späteren Nummer. Da wird es sich nun um die Beurtheilung des einzelnen Falles handeln. Ein gewisses Geschäft kann vielleicht auch irgend ein Kassenbeamter machen. Der Bankier kann wirklich dessen Glaubens sein, daß er es darf. Nur solche Geschäfte, bei denen man seinen guten Glauben in Zweifel ziehen muß, ob ihm das erlaubt ist, d. h. dienstlich erlaubt ist, es zu thun, sollen unter eine besondere Kautel der Disziplinargewalt gebracht werden.

Vorsitzender: Es heißt hier „für alle Geschäfte mit Privatpersonen", weil eben ein Verdacht nach der Stellung, nach dem Berufe der Leute obwaltet, daß sie nur Börsenspiel treiben. Die Begrenzung ist hier nicht etwa vorgenommen nach dem Gedanken des Handelsgesetzbuchs. Da ist es den Handelsangestellten nur deswegen verboten, eigene Geschäfte zu machen, weil sie ihren Prinzipalen unerlaubte Konkurrenz machen oder Geschäftsgeheimnisse verrathen können. Das ist hier nicht der Gesichtspunkt, sondern wir wollen aus öffentlichen Interessen dem Börsenspiel entgegentreten; und deswegen fragen wir: empfiehlt es sich, durch gesetzliche Bestimmungen Geschäften mit solchen Privatpersonen entgegenzutreten?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich glaube aber, daß der Herr Sachverständige in erster Linie die Rechtsungiltigkeit von Geschäften mit Privatpersonen an und für sich verneint hat. Das glaube ich wenigstens,

(Vorsitzender: Ja gewiß!)

daß er aber dann gesagt hat, Geschäfte mit Leuten, denen es nach ihrer Stellung verboten ist, solche Geschäfte zu machen, will ich in irgend einer Weise ahnden oder verhindern.

Sachv. **Salomon:** Ich habe die Meinung, Herr Präsident, daß die Eintheilung der Menschen in zwei Kategorien: Termingeschäftsfähige und Nichttermingeschäftsfähige, etwas bis jetzt nicht-bekanntes ist, und in diesem Sinne habe ich es sagen wollen.

Vorsitzender: Sie verneinten also die Ungiltigkeit von Geschäften, sagten aber, man könnte doch Geschäften von solchen Leuten, die nur Spiel treiben, durch Disziplinarmaßregeln entgegentreten. In der Beziehung beschränken Sie sich nicht auf Handelsangestellte, sondern würden meinen, daß auch andere Kategorien, z. B. Kassenbeamte, darunter fallen sollten.

Sachv. **Salomon:** Bei Zeitgeschäften solchen Umfanges, wie in dem Bockschen Fall, würden wir auch demjenigen, der sich nicht rechtzeitig erkundigt hat und sich nicht genügende Auskunft besorgt hat, disziplinarisch zu Leibe gehen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wir hatten hier bereits mehrfach darauf hingewiesen, daß es nicht darauf ankommt, ob solche Geschäfte Termingeschäfte sind, sondern daß Spekulationen auch ebenso gut im Kassageschäft erfolgen können.

(Sachv. Salomon: Jawohl!)

Ferner waren wir dahin gekommen, daß wir sagten: ein großer Theil der Mißstände heutzutage liegt darin, daß mit Handelsangestellten Geschäfte gemacht werden, und es entstand nun die fernere Frage: soll das Verbot der Geschäfte mit Handelsangestellten nur auf diese eingeschränkt bleiben, oder auch auf andere Personen ähnlicher Lebensstellung ausgedehnt werden? Also bitte (zum Sachverständigen), machen Sie sich jedenfalls frei von der Vorstellung der Termingeschäfte; es können ebenso gut Kassageschäfte sein, weil auch auf diesem Wege sehr große Mißbräuche vorgekommen sind.

Vorsitzender: Wollen Sie sich (zum Sachverständigen) gegen alle Spekulationsgeschäfte von solchen unselbstständigen Leuten wenden oder bloß gegen Termingeschäfte?

Sachv. **Salomon:** Gegen alle Spekulationsgeschäfte. Nur müßte es natürlich der freien Würdigung unterliegen, was über das berechtigte Maß hinausgeht. Denn schließlich kann man es dem Beamten nicht verdenken — die Bank nimmt ein Sechstel, während er es auf der anderen Seite vielleicht für ein Zehntel bekommen würde —, wenn er seine Privatgeschäfte bei einem Bankier macht.

Vorsitzender: Das ist ihnen gestattet: sie können zum Zwecke der Anlage ihres Vermögens solche Geschäfte bei Bankiers machen. Bei manchen Privatgeschäften besteht die Vorschrift, daß ihre Beamten bezw. Angestellten, wenn sie überhaupt Geldgeschäfte machen, sie dieselben bei ihrem eigenen Institut machen müssen; dann wird es ihnen kostenfrei vermittelt.

Sachv. **Salomon:** Das habe ich bei meinen Angestellten auch; das hat fast jeder Bankier.

Vorsitzender: Wir kommen nun zu den Prämiengeschäften.

Sachv. **Salomon:** Vor- und Rückprämie-, Stellage- und Nochgeschäfte für nichtig und unklagbar zu erklären, würde ich für ganz falsch halten, da ich aus eigener Erfahrung sehr genau weiß, daß ein großer Theil der Prämiengeschäfte sehr reellen Grundsätzen dient, daß z. B. ein großer Theil der Leute, die sich ihren Rubelkurs sichern wollen, wie das schon anderweitig ausgeführt ist, dieser Prämiengeschäfte bedürfen. Ueberhaupt mache ich darauf aufmerksam, daß es nur Vorprämiengeschäfte giebt; alle übrigen hier genannten Sachen: Rückprämie-, Stellage-, Nochgeschäft konstruiren sich aus einer Kombination des Prämiengeschäfts mit einem einfachen, doppelten oder dreifachen festen Geschäft. Rückprämie ist ein Verkaufsgeschäft; man kauft Vorprämie und verkauft fest, dann hat man die Rückprämie, das heißt man kann abzüglich der Vorprämie liefern oder verliert das Geld.

Vorsitzender: Die Stellageform halten Sie auch für berechtigt?

Sachv. **Salomon:** Das ist ganz dasselbe. Sie haben nichts weiter zu thun, als eine Prämie zu kaufen und die halbe Summe zu verkaufen; dann hat sich die Stellage hergestellt.

Vorsitzender: Also c würden Sie verneinen. Nun d: befürworten Sie eine Strafe für Differenzhandel, abgesehen vom einfachen Bankerott?

Sachv. **Salaman:** Leichtsinn und Börsenspiel kommt dazu. Diese Frage würde ich im Falle des Bankerotts bejahen.

Vorsitzender: Nur in dem Falle, wenn der Mann zahlungsunfähig geworden ist, wollen Sie strafen; sonst würden Sie dies nicht befürworten?

Sachv. **Salomon:** Nein.

Vorsitzender: Unter dem Gesichtspunkt der Benachtheiligung der Gläubiger ist der Differenzhandel in der Konkursordnung unter Strafe gestellt. Nun kann man aber auch andere Gesichtspunkte geltend machen.

Sachv. **Salomon:** Ja, ich glaube aber, daß das öffentliche Interesse mit der bestehenden Gesetzesbestimmung gewahrt ist.

Vorsitzender: Dann e: Diese Frage regt hauptsächlich eine Bestrafung der Verleitung, der wissentlichen Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit des Anderen an.

Sachv. **Salomon:** Das würde wohl eine ganz schwierig herzustellende Konstruktion sein und ließe sich im einzelnen

Falle schwer nachweisen. Es würde zu unberechtigten Einwendungen, zu Verfolgungen, zu allerhand Rechtsunsicherheiten führen.

Vorsitzender: Verschiedene Sachverständige haben den Gedanken doch an und für sich gebilligt. Allerdings haben sie anerkannt, daß die Formulirung recht schwierig sein würde.

Sachv. **Salomon:** Daß es verwerflich ist und daß wir es gern beseitigen möchten, steht außer Frage; und das wird man uns gern glauben. Auch ich stelle mich auf den Standpunkt, daß ich es für wünschenswerth halte, die Verleitung zu verhüten, aber daß ich die Ausführbarkeit bezweifle oder bestreite.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob nicht gerade in dem Verhältnisse des Einschusses zu dem Umfange des Geschäfts doch immer ein gewisses Kriterium liegt. Es wurde neulich hier erwähnt, daß Jemand mit 3000 Mark Einschuß von seinem Kommissionär Geschäfte von 700 000 Mark hat ausführen lassen. Liegt nicht, wenn derartige Zahlenverhältnisse vorliegen, an sich eigentlich schon eine Präsumption vor, daß es sich hier um leichtsinnige und unerlaubte Geschäfte handelt?

Sachv. **Salomon:** Das kann nur von Fall zu Fall und nach Kenntniß der betreffenden Verhältnisse ausgesprochen werden; denn Sie können nicht sagen, Herr Professor, daß ein Einschuß an sich irgend einen Maßstab giebt. Bei einem sehr reichen Mann, der ohne jeden Einschuß seine Geschäfte macht, können die Geschäfte vollständig reell auf Lieferung gerichtet sein, und es kann andererseits Jemand, der einen erheblichen Einschuß giebt, damit weit über seine Verhältnisse hinausgehen. Es kommt ja immer auf das Verhältniß des Einschusses zu dem betreffenden Geschäft an. Es kann einer 50 000 Mark Einschuß geben, die im gewöhnlichen Laufe der Dinge für Geschäfte von 1 oder 2 Millionen ausreichend sind, und die im anderen Falle, wo etwas dazwischen kommt, nicht zum achten Theil für das betreffende Geschäft ausreichen. Ich würde das Kriterium des Einschusses nicht für maßgebend halten ohne Berücksichtigung aller übrigen Gesichtspunkte, die dabei in Betracht kommen.

Vorsitzender: Wenn man auch das „Abschließen" herausläßt, so liegt doch vielleicht in der Verleitung ein passendes Kriterium.

Sachv. **Salomon:** Man würde die Verleitung doch nur aus den besonderen Besprechungen folgern können, und wo sich immer Aussage gegen Aussage stellen würde, halte ich es für sehr schwer, irgend etwas Greifbares zu finden. Wo es gegen besseres Wissen nachzuweisen ist, liegt ja Dolus vor, und da werden die bestehenden Gesetze genügen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte einmal fragen, ob sich nicht, wenn man von den Vorschlägen absehen wollte, welche Herr Landgerichtsrath Munk gemacht hat, eine Bestimmung des Inhaltes ungefähr geben ließe: „Wer ein Gewerbe daraus macht, wissentlich Andere durch Ausbeutung ihres Leichtsinns oder ihrer Unerfahrenheit zu Börsengeschäften zu verleiten, durch welche sie um des Differenzgewinnes willen für ihre Vermögenslage unverhältnißmäßige Summen auf das Spiel setzen — ich bemerke, daß ich es nicht allein auf das Termingeschäft abstelle, sondern es ist allgemein der Spielcharakter in meinem Sinn nach einer anderen Richtung zu verwenden —, der wird bestraft, und wenn man nun sagt, ein Geschäft, welches in Bethätigung eines solchen Gewerbes geschlossen ist, begründet keinen klagbaren Anspruch. Ich lasse vorläufig die Finessen fort, ob das Bezahlte soll zurückgefordert werden können, und wie es mit dem gemachten Einschuß gehalten werden soll. Das sind ja eigentlich rein rechtliche Konsequenzen. Ich frage aber, ob sich nicht mit

einer solchen oder ähnlichen Fassung ein Zustand erzielen ließe, der besser ist als der heutige bei Berücksichtigung des Umstandes, daß heute überhaupt keine Strafe darauf steht, und andererseits bei der Berücksichtigung der unsicheren und schwankenden zivilrechtlichen Judikatur in Betreff des Differenzgeschäfts. Vielleicht stimmt der Herr Sachverständige diesem Gedanken zu.

Vorsitzender: Herr Senatspräsident Wiener hat sich der dankenswerthen Mühe unterzogen, auf Grund der Anregungen verschiedener Sachverständiger einen Vorschlag zu entwerfen. (Zum Sachverständigen.) Ich bitte sich zu äußern.

Sachv. **Salomon:** Ich wollte vorher noch bezüglich des Einschusses eine kleine Bemerkung einschieben. Es wurde vorhin erwähnt, ein Einschuß von 50 Prozent solle für alle Geschäfte gefordert werden. Dabei ist wohl außer Acht gelassen worden, daß derjenige, welcher dem Bankier Einschuß giebt, sich auch dem aussetzt, daß, wenn er einen unsoliden Bankier hat, er die 50 Prozent verlieren würde. Von diesem Gesichtspunkt aus ist der Vorschlag wohl nicht recht erwogen worden.

Was die von Herrn Senatspräsidenten Wiener projektirte oder in Aussicht genommene gesetzliche Fassung betrifft, so scheint mir das, wie ich vorhin schon gesagt habe, zu undefinirbar, denn die Erfahrung lehrt schon jetzt, daß es einer Verleitung zum Börsenspiel in den meisten Fällen nicht bedarf, sondern daß leider das Publikum sich durch die Presse, durch Börsenbewegungen, durch andere Dinge, die in der Oeffentlichkeit zu Tage treten, durch Ereignisse, die hervortreten und namentlich durch seine eigene Habgier in 100 Fällen gegen einen selbst dazu verleitet, die Spekulationen zu machen. Hat der betreffende Bankier nachher auf Anfrage ein Wort erwidert: ich bin auch der Meinung, daß das Papier steigen wird, dann ist der Begriff der Verleitung vielleicht schon konsumirt. Sie können es ja außerdem von Leichtsinn, Unerfahrenheit und den übrigen Kriterien abhängig machen, aber die werden im einzelnen Falle auch schwer nachweisbar sein. Ich glaube, mich auf die Kenntniß der Herren von einigen Zeugenvernehmungen in neuerdings stattgehabten Prozessen beziehen zu können, woraus sie wohl ersehen haben werden, daß die sogenannten Geschädigten und Verleiteten in vielen Fällen recht börsenkundige Leute waren, die der Verleitung in keiner Weise bedurft haben, und die sich einfach nachher dahinter gesteckt haben, daß sie verleitet waren.

(Halbstündige Pause.)

Vorsitzender: Herr Salomon hat sich noch nicht zu Punkt f geäußert.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte eine Erhöhung der Börsensteuer für Termingeschäfte nicht befürworten und auch eine jede Erhöhung der Börsensteuer an sich gleichfalls für unzuträglich halten, da der Handel schon jetzt mit einer hinreichenden Abgabe belastet ist, die ihn in heutiger Zeit ganz erheblich trifft.

Sachv. **Schinckel:** Ich kann mich im Großen und Ganzen den Ausführungen des Herrn Vorredners anschließen, namentlich in Bezug auf die ersten Punkte, betreffend den Unterschied zwischen Termingeschäft und Differenzgeschäft u. s. w.

Nur in Punkt 7 e bin ich etwas abweichender Ansicht, indem ich gegen jede Beschränkung des Geschäftsverkehrs bin, und ich glaube immer noch, daß die Wirkung solcher Beschränkungen hier unterschätzt wird, weil ich ein sehr großes Gewicht auf den Umfang der Umsätze lege, also ich spreche mich gegen jede Beschränkung der Geschäfte und gegen jede Auswahl der Personen aus, welche Geschäfte machen, kurz gegen jedes Eingreifen der Gesetzgebung in dieser Richtung.

In Bezug auf die Unterbestimmung wegen Verführung zu unsoliden Geschäften würde mir der Antrag oder die Formu-

lirung, die Herr Senatspräsident Wiener eben erst verlesen hat, einleuchtend sein. Es würden ja allerdings immerhin noch fragliche Fälle vorkommen, aber das könnten wir, wie so manches Andere, der Diskretion der Gerichte überlassen.

Vorsitzender: Würden Sie auch die zivilrechtliche Ungiltigkeit solcher Geschäfte im Sinne haben?

Sachv. **Schinckel:** Ich würde Beides vereinigen. Ich glaube, daß ein allein zivilrechtlicher Anspruch nicht abschrecken würde, ich glaube, daß es straf- und zivilrechtlich geahndet werden sollte, wenn Jemand verführt wird zu Spekulationsgeschäften. Anders aber, wenn Jemand aus eigenem Antrieb Spekulationsgeschäfte macht, und darin gebe ich dem Herrn Vorredner Recht, die Leute warten in vielen Fällen gar nicht ab, verleitet zu werden, — so lassen sich die Leute nicht bevormunden. Etwas Anderes ist es allerdings, wenn sie durch äußere Eingriffe verleitet werden. Ich glaube, daß das der Punkt ist, wo die Gesetzgebung einsetzen muß, um den großen Mißständen zu steuern, die augenscheinlich existiren. Das Umherschicken von Agenten, die zu solchen Geschäften auffordern, was hin und wieder vorkommt, halte ich auch für verderblich, und es ist geboten, dem zu steuern.

Ich möchte nur eine Einschränkung zu der Formulirung des Herrn Senatspräsidenten Wiener beantragen oder befürworten, das ist die, daß das nicht auf Börsengeschäfte allein sich erstrecken soll, denn ich sehe nicht ein, warum ein Agent, der die Leute verführt und verleitet, in Terrains, in Häusern zu spekuliren, nicht auch bestraft werden soll. Ich sehe da keinen rechten Unterschied und glaube nicht, daß es nöthig ist, das Gesetz speziell gegen die Börse zu richten.

Vorsitzender: Dieses Argument ist von einem anderen Sachverständigen in entgegengesetzter Richtung verwerthet worden. Er meinte, es sei nicht gerechtfertigt, solche Beschränkungen dem Börsengeschäft allein aufzuerlegen, man müßte dies weiter ausdehnen und käme damit auf eine ganz uferlose Bahn.

Sachv. **Schinckel:** Ich kann mir sehr wohl denken, daß Jemand, der einen Anderen in gewinnsüchtiger Absicht zu leichtsinnigen Spekulationen verführt, strafbar sein soll, aber ob das gerade im Börsenspiel ist oder in irgend welchem anderen, darin vermag ich keinen großen Unterschied zu sehen, um so mehr, als ja das Spiel an der Börse sich dann wesentlich auf andere Sachen lenken wird. Ich meine, daß wir jedes Spiel verurtheilen sollten, nicht bloß das Börsenspiel.

Vorsitzender: Sie würden das also allgemein wollen?

Sachv. **Schinckel:** Ich meine, die Verführung zu jeder Art von leichtsinniger Spekulation muß bestraft werden. Es würde dann den Gerichten überlassen bleiben müssen, zu urtheilen, ob Jemand leichtsinnig gewesen ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich bemerke, daß doch einmal nach bisheriger Gesetzgebung die Unklagbarkeit beim reinen Differenzgeschäft besteht, und es handelt sich also bei meinem Vorschlag darum, dieselbe aufzuheben, also das Geschäft für giltig zu erklären, gleichviel ob, um zum Differenzgewinn zu kommen, der Umweg der Effektivübernahme auf Verlangen gegangen werden müßte oder schon durch Vertragsbestimmung erspart ist.

Dafür suche ich aber nach einer Kompensation, und zwar, wie ich offen gestehe, weit mehr nach der zivilrechtlichen als nach der strafrechtlichen Seite hin. Schon deshalb kann meines Erachtens nicht gegen solchen Vorschlag gesagt werden, warum soll das nicht auch bei anderen Geschäften stattfinden?

Wir haben eben gerade auf diesem Gebiet — bei Effekten und Produkten — den Fall, daß gegenüber dem Effektivgeschäft

eine andere Art von Geschäft besteht, die nach bisheriger rechtlicher Auffassung als Spiel betrachtet wird. Wenn also Jemand vorschlägt, zu sagen: lassen wir diesen Unterschied fallen und scheiden wir die Geschäfte nach anderen mehr subjektiven Merkmalen, dann kann nicht eingewendet werden, ja, warum nur für Börsengeschäfte? Zudem handelt es sich hier gerade darum, daß die Technik eines Instituts, welches öffentliche Zwecke verfolgt, mit seinen Bedingungen und seinen Privilegien auch einer bestimmten nicht anständigen Art von Geschäftsverkehr Vorschub leisten kann. Da sollte doch auch für den Staat die Berechtigung vorhanden sein, gewisse Auswüchse dieses Geschäftsverkehrs als solche zu charakterisiren, ohne daß deshalb der Vorwurf berechtigt wäre, man wolle besondere Strafgesetze für Kaufleute.

Sachv. **Schinckel:** Ich habe zu Punkt f nichts Besonderes zu bemerken.

Sachv. **Schroeter:** Ich habe mich ganz demjenigen anzuschließen, was Herr Salomon sagte. Ich bin in Bezug auf Punkt e auch der Ansicht, daß hier nicht das Strafgesetz Geltung bekommen soll, sondern daß das auch der Disziplinargewalt der Börsenvorstände vorzubehalten ist. Es giebt eine Masse von Fällen, die sich nicht leicht derartig charakterisiren, daß sie einfach dem Strafrichter erkennbar sind. Ich glaube, daß die im Wege der Disziplinargewalt der Börsenvorstände leichter und wahrscheinlich auch richtiger in vielen Fällen bestimmt und bestraft werden können. Die Mittel dazu werden ja wahrscheinlich verschärft werden, die Gewalt wird etwas erhöht werden müssen. Danach strebt man ja. Ich glaube, es ist zu schwierig, die wissentliche Benutzung der Unerfahrenheit und des Leichtsinns zu beweisen. Das wird für den Strafrichter immer sehr schwierig sein und vielleicht gerade dazu führen, daß die gefährlichsten Spieler, wie schon vorher vielfach bemerkt worden ist, dieses Gesetz benutzen werden, um daraus für sich Vortheile herzuleiten, daß es zu Erpressung und allen möglichen Kniffen führen würde, um von Verlusten frei zu kommen.

Vorsitzender: Wie denken Sie über die übrigen Punkte?

Sachv. **Schroeter:** Die beantworte ich alle genau ebenso, wie Herr Salomon. Ich habe nichts Besonderes hinzuzufügen.

Vorsitzender: Sie haben sich über die Vorschläge des Herrn Landgerichtsrath Munk noch nicht geäußert.

Sachv. **Schroeter:** Diesen trete ich vollständig entgegen. Ich glaube, daß sie unpraktisch und nicht ausführbar wären. Es würde das Geschäft an der Börse in hohem Grade geschädigt werden.

Sachv. **Finck:** Ich könnte mich in allen diesen Punkten auch den Ausführungen des Herrn Sachverständigen für Berlin völlig anschließen. Ich bin der Ansicht, daß es Merkmale, welche den Terminhandel von dem Differenzgeschäft unterscheiden sollen, kaum giebt. Derjenige, welcher diese Geschäfte macht, wird vielleicht in dem einen oder anderen Falle eine Vermuthung haben, aber mit absoluter Sicherheit wird er es nicht angeben können. Aus diesem Grunde bin ich der Meinung, daß Punkt a fallen sollte, daß es also bleiben sollte, wie es bisher war.

Vorsitzender: Es ist mir das nicht ganz klar. Würden Sie also bei der ausdrücklichen Abrede, daß nur die Differenz eingefordert werden soll, sich für die Richtigkeit eines solchen Geschäfts aussprechen?

Sachv. **Finck:** Ich glaube, daß das kaum vorkommen wird, denn es handelt sich thatsächlich um Kauf und Verkauf. Die Schlußbriefe über Kauf und Verkauf werden ausgestellt ohne sonstige Bemerkungen. Wenn eine solche gegentheilige

Bemerkung eingefügt werden sollte, dann allerdings würde es ja konstatirt sein, daß es sich um ein reines Differenzgeschäft handelt.

Vorsitzender: Die neue Gerichtspraxis hat dazu geführt, auch stillschweigende Abmachungen für erheblich zu erachten; also aus den Vermögensverhältnissen, dem Stande der Leute, der Möglichkeit, die Waaren zu gebrauchen oder nicht, schließen die Gerichte schon auf die Absicht, und wenn es sich nach der Absicht beider Theile nur um die Differenzzahlung handelt, nicht aber um die wirkliche Lieferung, so werden solche Geschäfte für nichtig erklärt. Halten Sie das für berechtigt?

Sachv. **Finck:** Ja, wenn diese Absicht bewiesen werden kann, dann bin ich der Meinung, daß Beide gleich schuldig sind.

Freiherr **von Huene:** Ich wollte nur auf die erste Aeußerung des Herrn Sachverständigen hinweisen, welcher sagte, man kann die Vermuthung aussprechen, aber es giebt keine Gewißheit. Nun möchte ich an den Fall erinnern, der uns schon früher beschäftigte. Es waren Gerichtsakten da, aus denen ging hervor, daß ein Bankier mit einem kleinen Privatmann in der Provinz Geschäfte machte, im Gesammtumfange von über eine Million, die sich in wenigen Monaten abspielten. Dieselben waren alle per Ultimo abgeschlossen, das ergiebt sich auf beiden Seiten bei Vergleichung des Kontokorrent. Der Mann zahlte nur ein paar tausend Mark ein. Er schickte später mit Mühe und Noth 500, einmal sogar nur 25 Mark in Briefmarken. Trotzdem wurden die Geschäfte abgeschlossen. Ist das nicht Differenzgeschäft nach des Wortes verwegenster Bedeutung? Wie kann es ein einigermaßen anständiger Bankier wagen, der über die Verhältnisse seines Kunden in dieser Weise informirt ist, mit ihm noch weiter Geschäfte zu machen?

Sachv. **Finck:** Das ist unbedingt Verleitung zum Spiel. Ich würde zugeben, daß Merkmale da sein können. Ich habe mir erlaubt, zu bemerken, daß der Kommissionär, der ein solches Geschäft macht, wohl nach seinem Urtheil herausfinden kann, ob dieses Geschäft eine Basis hat oder keine.

Freiherr **von Huene:** Wenn er das herausfinden kann, dann würden Sie ihn auch wohl verantwortlich machen wollen?

Sachv. **Finck:** In solchen krassen Fällen glaube ich allerdings, daß dem Richter diese Möglichkeit eingeräumt werden soll.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte den Herrn Sachverständigen, der ja ein großes Bankgeschäft hat, fragen, ob und in welchem Umfange er von Privatkunden Aufträge zu Spekulation in Zeitgeschäften entgegennimmt. Es ist uns hier mitgetheilt worden, daß z. B. ein großes Stettiner Haus grundsätzlich keine Zeitgeschäfte mit Privatkunden macht. Ferner ist von einem Sachverständigen aus Berlin darauf aufmerksam gemacht worden, daß es auch in Berlin Häuser giebt, die grundsätzlich keine Spekulationszeitgeschäfte mit Privatkunden machen. Wie stellen Sie sich dazu?

Sachv. **Finck:** Mein Haus steht in diesem Punkte auf dem Standpunkt, dem Auftraggeber seinen Auftrag so günstig auszuführen, wie nur möglich. Wenn er den Auftrag auf Spekulationspapiere ertheilt, und wir haben die Ueberzeugung, daß wir für ihn unter günstigeren Bedingungen auf Zeit kaufen können, als per Kassa, so kaufen wir eben auf Zeit und im umgekehrten Falle per Kassa. Reportgeschäfte mit Privatpersonen haben wir überhaupt noch nie gemacht. Wir belasten den Klienten die Papiere, die wir für sie kaufen, in ihrem Konto, ohne Rücksicht darauf, ob sie voll oder nur theilweise bezahlt haben. Die Entscheidung aber, diese Papiere auf Zeit oder per Kassa zu kaufen, behalten wir uns vor, je nachdem wir es im Interesse des Klienten am geeignetsten halten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Meine Frage ist von Ihnen nicht ganz erschöpfend beantwortet worden. Ich

halte ja ein derartiges procedere für ganz selbstverständlich, aber ich wollte den Herrn Sachverständigen bitten, sich darüber zu äußern, ob er mit Leuten, von denen er weiß, daß sie nicht vermögend sind, ich will sagen Beamte, Offiziere, oder auch unter Umständen Privatleute, welche in größerem Umfange Aufträge zu Spekulationszwecken ertheilen, und von denen er weiß, sie kaufen heute Kreditaktien um sie nach 3 bis 5 oder nach 10 Tagen, wenn der Kurs günstiger ist, sie wieder zu verkaufen, ob er mit derartigen Leuten Geschäfte macht.

Sachv. **Finck:** Das würden wir ablehnen, wenn die Betreffenden nicht mit ihrem eigenen Gelde Geschäfte machen. Aber wenn Jemand mit eigenem Kapital eine Spekulation machen will, dann glaube ich, haben wir ihm das nicht zu verwehren, und wenn wir sie ausschließen würden, so würde das nur den Nachtheil haben, daß er sich einer anderen Vermittlung bedient.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Gewiß, das glaube ich auch.

Vorsitzender: Aber gegen Depot machen Sie solche Geschäfte?

Sachv. **Finck:** Auch in diesem Fall machen wir grundsätzlich solche Geschäfte nicht. Wenn uns aber ordentliche vermögende Leute, die unter Umständen einen größeren Posten Spekulationspapiere kaufen wollen für ihr eigenes Geld, wenn sie den Kurs für geeignet halten, um ein größeres Kapital anzulegen, diese Aufträge ertheilen, so führen wir dieselben anstandslos aus per Ultimo an der Berliner Börse, und wir geben zu gleichem Kurse und zu den gleichen Bedingungen und den gleichen Terminen unseren Klienten die Aufgabe, lediglich unter Zuschlag unserer Spesen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das ist aber dann doch ein anderes Geschäft, das Sie mit den Privatkunden abschließen. Das ist dann doch, so wie ich es beurtheilen kann, kein Firgeschäft im Sinne des Artikels 357, sondern sie stellen einfach in Rechnung, was Sie gegeben haben.

Sachv. **Finck:** Wie ich schon erwähnte, geben wir die Papiere unter gleichen Bedingungen, wie wir sie in Berlin erworben haben. Wir können ebenso gut unseren Kunden denselben Schlußbrief geben, der uns von Berlin aus gegeben wurde.

Vorsitzender: Wie urtheilen Sie über die Prämiengeschäfte?

Sachv. **Finck:** Prämiengeschäfte halte ich für ganz loyale und korrekte Geschäfte, ebenso die daraus hervorgehenden Untergeschäfte, Vorprämiengeschäfte, Stellagegeschäfte u. s. w. Vielleicht würde ich also in solchen krassen Fällen, wie soeben einer erwähnt wurde, eine Strafe für berechtigt halten, aber nicht allein für den, der diese Geschäfte macht, sondern für beide Kontrahenten.

Vorsitzender: Das wird natürlich den Privatkunden, der draußen steht, ebenso treffen, wie den Kommissionär?

Sachv. **Finck:** Nach den Beobachtungen und Klagen, die zu meinen Ohren gekommen sind, bin ich der Meinung, daß in den allermeisten Fällen die Auftraggeber meist schuldiger sind, als diejenigen, welche die Geschäfte ausführen. Die Lust, leicht Geld zu verdienen, die Habgier ist so groß, daß vielfach der Verführte schuldiger ist, als der Verführer.

Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu Punkt e?

Sachv. **Finck:** Punkt e ist damit eng verbunden. Nach den Notizen, die ich mir darüber gemacht habe, würde ich der Meinung sein, daß hierfür eine Strafbestimmung festgesetzt werden sollte. Allerdings muß ich mir sagen, daß die Macht,

welche in die Hand des einzelnen Richters hierdurch gelegt wird, eine außerordentlich große ist, und ob er in allen Fällen die nothwendige Erfahrung und Sachkenntniß hat, um zu unterscheiden, ob es sich hier um Fälle der Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit handelt, das wird vielleicht nicht jedem Richter ebenso geläufig sein, weil eben viele in diesen Fragen unbewandert sind. Wenigstens habe ich das bei uns schon gefunden, wenn ich als Sachverständiger in irgend einer Frage zugezogen worden bin.

Vorsitzender: Ich gebe zu, daß es sich hier um ein schwieriges Gebiet handelt; aber in Bezug auf die Verleitung liegt doch wohl etwas Greifbares vor?

Sachv. **Finck:** Ich habe mir die Frage vorgelegt: es kommt ein Privatmann zu einem Wechsler oder einem Bankier hin und sagt ihm: „ich habe die Meinung, ich möchte diese und diese Papiere kaufen", und der Bankier antwortet ihm: „ja, nach meinem Gefühle scheinen sie gut zu sein und scheint ein Geschäft damit zu machen zu sein". Ist das nun Verleitung zu diesem Geschäfte oder nur eine sachliche Aeußerung? Das zu unterscheiden, wird eben für den Richter unendlich schwer sein.

Vorsitzender: Einen solchen Fall könnte man wohl kaum als Verleitung unter Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit eines Anderen betrachten. Es ist das auch kaum zu besorgen nach den Vorschlägen, wie sie Herr Senatspräsident Wiener formulirt hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte dem Herrn Sachverständigen gegenüber geltend machen: Zivilrechtlich muß das doch schon heute virtuell seitens der Gerichte geprüft werden, wenn der Einwand der Unklagbarkeit des Differenzgeschäfts erhoben wird. Machen wir uns also keine Illusionen darüber! Es handelt sich um eine moralische Würdigung, und ich muß bedauern, daß heute diese Würdigung zum Theil sehr verschieden erfolgt und auf diesem Gebiete immerhin noch eine ganz große Rechtsunsicherheit besteht. Ich wollte darüber bloß, obwohl es nicht direkt hierher gehört, einige Worte äußern.

Sachv. **Finck:** Ich nehme an, daß diese Fragen vom Handelsgericht entschieden werden, und da haben wir ja immer noch Beisitzer aus praktischen Kreisen, die also in solchen Fällen jedenfalls mitwirken können.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Also wenn z. B. vorhin ein Fall hervorgehoben ist, und der Sachverständige hat darauf erwidert: „Ja, das ist ganz zweifellos ein nicht anständiges Geschäft." Ich könnte Ihnen Entscheidungen aufweisen, in denen an der Verwerflichkeit, insbesondere der Verleitung, kein Zweifel war und daß der Einwand verworfen wurde, und zwar immer, weil das Kriterium des Ausschlusses der Effektivlieferung angewendet wird. Ich darf Ihnen wohl ein paar Worte aus einer solchen Entscheidung des Reichsgerichts vorlesen: „Mit Recht ist anzunehmen, daß das reine Differenzgeschäft nicht schon dann vorliegt, wenn die Absicht beider Kontrahenten nicht auf diesen Gesichtspunkt gerichtet gewesen ist." Das Berufungsgericht erwähnt weiter, daß die sonstigen vorgebrachten Umstände, insbesondere die thatsächliche Abwickelung sämmtlicher Geschäfte durch Differenz, die Kenntniß des Bankiers von der schlechten Vermögenslage des Kunden gegenüber dem bedeutenden Umfange der Geschäfte nur zu der Annahme führen kann, daß Ankläger nicht die Absicht gehabt habe, auf effektiver Lieferung zu bestehen, und auch der Bankier die Ueberzeugung gehabt haben müsse, es würde zu einer effektiven Lieferung nicht kommen. Aber daraus folgt immer noch nicht die Einigung der Parteien, daß die effektive Lieferung und Abnahme ausgeschlossen gewesen sei. Hierauf ist gesagt worden vom Reichsgericht: Die materiellen Rechtsgrundsätze sind richtig, in thatsächlicher Beziehung giebt die Sache zur

Kritik keinen Anlaß, weil sie dem Reichsgericht entzogen ist. Die Revision ist zurückgewiesen worden. Damit wäre der Fall nach der jetzigen Judikatur begraben. Gewiß giebt es auch Entscheidungen, die eben wieder etwas Anderes sagen, aber ich habe eben die Empfindung, daß es wirklich nothwendig ist, in dieser Beziehung zu einer Rechtssicherheit zu kommen.

Sachv. **Finck:** Ich würde die Formulirung sehr gerne akzeptiren, die Herr Senatspräsident Dr. Wiener vorhin vorgetragen hat.

Vorsitzender: Wie denken Sie über die Erhöhung der Börsensteuer für dergleichen Geschäfte?

Sachv. **Finck:** Ich würde einer Erhöhung der Börsensteuer gar keinen Werth beimessen. Die soliden Geschäfte würden nur darunter leiden und die weniger soliden oder die unsoliden zahlen jede Steuer.

Sachv. **Metzler:** Im Allgemeinen möchte ich mich auf die Frage 7 und die Unterfragen verneinend aussprechen, indem ich mich auf das beziehe, was die anderen Herren Sachverständigen vorher sehr ausführlich mitgetheilt haben, und ich kann nur in einem Punkte, der die Angestellten der Bankinstitute und anderer Geschäftshäuser anbelangt, bitten, daß den Vorständen der Börsen die Disziplinargewalt zugestanden wird, und daß ihnen mehr Disziplinargewalt gegeben wird, damit man den Uebelständen wirksam entgegentreten kann. Sonst habe ich nichts zu der Frage zu bemerken.

Vorsitzender: Würden Sie sich vielleicht bezüglich des Punktes, der die Festsetzung einer Strafe für die Verleitung zum Börsenspiel betrifft, äußern?

Sachv. **Metzler:** Da würde ich mich dem Vorschlage des Herrn Senatspräsidenten Dr. Wiener anschließen können. In der Sache ist es mir sehr bedenklich, welche Auslegung eventuell der Richter der Verleitung oder Ueberredung zum Börsenspiel geben kann. Es ist das sehr schwer zu sagen, wenn man um seine Ansicht gefragt wird. Es könnte unter Umständen eine Verleitung darin gesehen werden, daß auf Anfrage eines Kunden ein Geschäft als ein gutes empfohlen wird.

Vorsitzender: Sie sehen also darin eine praktische Schwierigkeit und würden vorschlagen, hier sehr vorsichtig zu verfahren?

Sachv. **Metzler:** Ja, Strafe könnte doch nur verhängt werden, wenn nachgewiesen ist, daß der betreffende Kunde dadurch überredet ist. Die Einschränkung muß natürlich gemacht werden, daß man auf die Vermögensverhältnisse Rücksicht nimmt und es nicht verwehrt wird, mit Jemandem, der etwa 2 Millionen besitzt, Geschäfte zu machen. Ich sehe die Schwierigkeit voraus, daß es sehr schwer halten wird, hier zu entscheiden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich denke bei der Unverhältnißmäßigkeit des Engagements in Rücksicht auf die Vermögenslage nicht an den Nominalbetrag, sondern an das materielle Risiko des Engagements.

Sachv. **Munk:** In der eben erörterten Frage möchte ich mich prinzipiell dem Vorschlage des Herrn Senatspräsidenten Dr. Wiener anschließen. Allerdings habe ich das praktische Bedenken, daß die Einschränkung vermuthlich nur in sehr seltenen Fällen zu einem Ergebniß führen wird. Diese Frage ist eine ganz andere, als die sonst im Differenzgeschäft vorliegende. Es handelt sich um das subjektive Moment der Benutzung und Ausbeutung der Unerfahrenheit und des Leichtsinnes Anderer. Ich fürchte, es wird mit dieser ganzen Vorschrift ebenso werden, wie beim Wuchergesetz. Aber immerhin würde ich nichts gegen eine solche Bestimmung einzuwenden haben; denn sie würde immerhin einige abschreckende Wirkung haben, Aber eine durchgreifende Wirkung verspreche ich mir davon

in keiner Weise, denn ich glaube, diejenigen, welche solche Geschäfte machen, machen sie trotzdem. Sie riskiren, daß sie unter Umständen gefaßt werden, denn sie hoffen es nicht.

Vorsitzender: Daß die Anwendungsgrenze in diesem Falle eine sehr viel engere sein würde, als bei den jetzigen Grundsätzen, wonach auch bei stillschweigender Verabredung zum Spiel an der Börse die Richtigkeit eingewendet werden kann, ist ganz klar. Eine Abrede wird natürlich auch gemacht, wenn von Verleitung zum Börsenspiel keine Rede ist. Wenn die Leute aus Spiellust mitunter sich herandrängen an einen solchen Bankier und den Kommissionär, so sind sie vollkommen beruhigt, so lange es gut abläuft; geht es aber einmal schlimm, dann erheben sie Einwendungen und reüssiren damit oft nach der jetzigen Praxis. Es würde das anders sein, wenn eine Verleitung vorausgesetzt sein soll.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Der Kern der Sache ist doch der: ich möchte eine Bestimmung, die ohne die Sicherheit des Geschäftsverkehrs zu sehr zu gefährden, im Wesentlichen das trifft, was gerichtliche Erkenntnisse, welche die Sachlage moralisch richtig beurtheilen, schon heute zu treffen suchen. Der Richter ist aber heute auf die Formel beschränkt, ob der Vertrag effektive Lieferung zuließ oder ausschloß. Setzen Sie also den Fall, daß es den Kunden während eines Geschäftsverkehrs über große Mengen Aktien einmal plötzlich einfällt, zwei Aktien abzunehmen, dann muß der Richter heute trotz aller Kennzeichen für die Verwerflichkeit, trotz evidenter Verleitung sagen: es könne nicht der Vertragswille vorgelegen haben, unter allen Umständen die Lieferung auszuschließen. Dieser Fall ist so prägnant, wie irgend möglich. Es liegen mir vier Erkenntnisse des Kammergerichts vor, welche meiner Auffassung der Sachlage nicht vollständig Rechnung tragen, weil die Fälle moralisch gar nicht in dem betreffenden Sinne, den ich vor Augen habe, qualifizirt sind, während doch unklagbares, wie reines, Differenzgeschäft angenommen ist, und dann wieder vier, bei denen ich annehmen würde, sie decken sich mit meinen Vorschlägen, während gerade bei ihnen das reine Differenzgeschäft verneint ist.

Vorsitzender: Der Vorschlag hat den großen Vorzug, daß er den Betreffenden nicht durch unmoralische Einwendungen schützt, sondern nur in den Fällen, wo der Betreffende verführt worden ist, unter Benutzung seiner Unerfahrenheit und seines Leichtsinns, seiner Jugend vielleicht, und dadurch der Verführung zugänglich war, während jetzt die Leute geschützt werden, die raffinirte Spieler sind, und nur, weil sie verloren haben, sich schützen wollen. Es fragt sich nur, ob die Einrichtung, die Herr Senatspräsident Dr. Wiener vorschlägt, auch gut fungiren kann.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte mir erlauben, darauf hinzuweisen, daß selbst der Fall, welchen Herr Freiherr von Huene erwähnte, so ausgehen könnte, daß er nicht nothwendig als Differenzspiel angesehen werden müßte, z. B. könnte der Betreffende (dieser Mann in der Provinz) sagen: ich werde mir jetzt einen anderen Bankier nehmen (denn ebenso gut, wie er den ersten gefunden hat, könnte er auch einen anderen finden), und das Erste ist nun, daß er das Abwickelungsgeschäft mit ihm macht zu dem, das er mit dem Anderen machte. Nehmen wir beispielsweise in dem betreffenden Falle an, der Mann hat 500 Kredit, 500 Lombarden und 500 Franzosen gekauft und die müßte er eigentlich in Empfang nehmen. Jetzt knüpft er mit dem anderen Bankier eine Geschäftsverbindung an, und läßt durch diesen anderen die Papiere abnehmen und eventuell sofort hereingeben. Auf diese Weise nimmt er von dem ersten die Papiere ab, ohne daß faktisch eine Differenzabwickelung stattfindet, sondern er hat das Geld bezahlt. Also selbst in diesem Falle würde sich keineswegs konstatiren lassen, daß das ein Differenzspiel gewesen ist.

Senatspräsident Dr **Wiener:** Ich bemerke nur noch, daß ich mit meinem Vorschlage überhaupt nicht bloß auf das Zeitgeschäft tendirte in dem Sinne, es zu beschränken, sondern ich habe überhaupt das Geschäft, das auf Differenzgewinn abzielt, im Auge. Ich halte die Form für gleichgiltig.

Sachv. **Munk:** Ich kann dieser Auffassung im Wesentlichen beipflichten. Meines Erachtens ist die Frage, ob etwas effektiv geliefert werden soll oder nicht, der Kern des Lieferungsvertrages, und ein Vertrag der nicht auf Lieferungsverpflichtung gerichtet ist, ist überhaupt kein Lieferungsvertrag, ihm fehlt der Inhalt, welcher nothwendig mit dem Lieferungsvertrage verknüpft werden muß, und gerade daraus ergiebt sich, ein Lieferungsvertrag, dem dieser Inhalt genommen wird, ist kein Lieferungsvertrag mehr, sondern der Schein eines solchen, und es kann sich nur darum handeln: was sich hinter diesem Schein verbirgt? Wenn der Richter findet, dahinter kann nichts weiter stecken, als eben die Absicht der beiden Kontrahenten, eine Wette einzugehen auf ein Steigen oder Fallen der Kurse, dann muß er konstatiren: hier ist nur der Schein eines Lieferungsvertrages, in Wahrheit steckt dahinter ein Spiel oder eine Wette, und dann muß er das Letztere feststellen. Meine Ausführungen von heute Vormittag gingen eben dahin, daß nicht, wie die neuere Praxis will, man einfach einen sogenannten stillschweigenden Vertrag konstruiren kann, einen solchen giebt es der Regel nach nicht, daß man darauf ausgehen muß, festzustellen, daß auf der einen Seite Willensmangel vorliegt. Dieser würde allein nicht ausreichen, das Geschäft unklagbar zu machen, wohl aber wenn derselbe beim Abschluß des Vertrages dem anderen Kontrahenten bekannt war. Das sind auch die Grundsätze, welche in dem Entwurfe des Bürgerlichen Gesetzbuches angewendet werden. In einer Entscheidung des Reichsgerichts erinnere ich mich, einen ähnlichen Grundsatz bezüglich der Simulation angewandt gesehen zu haben, und davon muß auch hier ausgegangen werden, denn sonst, finde ich, giebt es keine schlüssige Handlung für einen erklärten Simulationswillen, wenigstens muß mir eine solche erst vorgelegt werden, bisher glaube ich nicht, daß eine solche existirt. Es handelt sich hierbei immer nur um Umstände, aber nicht um Handlungen, durch welche einer dem anderen seinen Willen, bloß zum Schein zu handeln, erklärt hat.

Vorsitzender: Man kann den Scheinwillen auch durch Handlungen erklären. Warum dazu gerade Worte gebrauchen? Die Umstände können doch schließlich den beiderseitigen Willen, die Prozedur nur zum Scheine vorzunehmen, zur Evidenz ergeben. Es wird auch in der Theorie niemals behauptet, daß der Simulationswillen nicht durch Handlungen kund gegeben werden könnte. Freilich ist es sehr schwer, dies zu beweisen; das gebe ich zu.

Sachv. **Munk:** Ich gebe zu, daß aus den Umständen ebenfalls der Simulationswille erhellen kann. Der übereinstimmende Wille zu simuliren, ist jedoch noch keine Simulationsabrede.

Vorsitzender: Dieser Scheinwille kann durch Handlungen erklärt sein, also hier der Spielwille. Er kleidet sich aber in eine vertragsmäßige Form. Nun kann man aus den Umständen entnehmen, daß dabei nur an Spiel gedacht ist. Es ist das mehr ein theoretischer Streit. Ich glaube, daß auch beim Kassageschäft Spielabsichten vorliegen können, und das will eben Herr Senatspräsident Dr. Wiener treffen, nämlich Spielgeschäfte in Form des Kassageschäfts.

Sachv. **Munk:** Ich wollte mir erlauben, auf die Frage zurückzukommen, ob die von mir gemachten Vorschläge etwa dadurch umgangen werden könnten, daß man Kassageschäfte machen würde an Stelle von Termingeschäften. Es ist bereits gestern hervorgehoben worden, daß an der New-Yorker Börse

solche Geschäfte gang und gäbe sind, Kassageschäfte mit dreitägiger Frist, und demnächst innerhalb dieser Frist entgegengesetzte Geschäfte zu schließen. Nun halte ich zweierlei möglich bei solchen Fällen. Gesetzt, ich gehe zu meinem Bankier und sage ihm: ich will ein Papier kaufen, etwa für 50 000 Francs italienische Rente per Kassa. Schön, er kauft es. Ich habe im Ganzen nur 1000 Mark einzusetzen. Er nimmt sie und wartet ab, daß ihm in einer dreitägigen Frist entgegengesetzte Aufträge ertheilt werden. Ich würde sie etwa eingekauft haben zu 92. Dann würde ich nothwendigerweise den Auftrag geben müssen, sie demnächst zu verkaufen zu einem Kurse, der bereits meinen Verlust deckt, welcher entsteht durch die Provision, durch die Courtage und Stempelbeträge, welche ich beim Wiederverkaufe bezahlen muß. Also vorausgesetzt, ich gebe 92½ als Limitum an für den Wiederverkauf, und gesetzt, dieses Limitum wäre am nächstfolgenden und am zweiten Tage nicht erreicht, dann bleibt nichts übrig, als daß eben zu jedem beliebigen Kurse verkauft wird.

Vorsitzender: Der Bankier könnte ja kreditiren, er wartet den Ausgang eben ab.

Sachv. **Munk:** Ich will die verschiedenen Fälle, in denen sich das Geschäft abspielen kann, auseinander halten. In dem gedachten Falle würde wohl kein Richter Zweifel haben, daß nichts anderes vorliegt, als ein Termingeschäft in der Form des Kassageschäfts, vermöge dessen der Kommissionär sich verpflichtet hat, mir die Waare innerhalb drei Tagen zu liefern, und wenn ich den Einwand des Differenzgeschäfts mache, so würde voraussichtlich der Richter, wenn derartige Manöver ihm bekannt werden, sich für die Nichtklagbarkeit entscheiden.

Nun giebt es einen andern Fall. Gesetzt er kauft mir einfach diese 50 000 Francs Italienische Rente und legt sie bei sich in den Schrank nieder. Er hat sie gekauft, und ich spekulire damit, er giebt mir das Papier zum Kassapreise, und nach einiger Zeit fällt es mir ein, zu verkaufen. Das ist Spekulation, und unter Umständen kann meines Erachtens auch die Spekulation per Kassa gefährlich werden. Ich kann dabei Geld verlieren, aber die Gefahr ist lange nicht dieselbe wie beim Termingeschäft. Bei Kassageschäften wird mir nicht der Kredit gewährt, wie bei Termingeschäften. Dieser Terminhandel besteht darin, daß Jemand gar kein Kapital zu besitzen braucht bezüglich des Gegenstands seines Handelns. Es kann eben Jemand, beispielsweise der Vertreter einer Aktiengesellschaft, der irgend welche Nachrichten günstiger Natur hat, ohne Weiteres Käufe vornehmen unter Umständen, die das Aktienkapital weit überschreiten, ohne daß er irgend welche Mittel dazu besitzt. Das kann er aber nicht, wenn er per Kassa handeln soll. Da würde er nicht genug Kredit finden, um auf Kredit zu kaufen. Man kann nicht ohne Weiteres 1 Million Aktien eines Papiers per Kassa kaufen oder verkaufen. Die giebt's vielleicht gar nicht am Markt, aber wohl kann man per Ultimo 1 Million kaufen, weil es hier gar keine Grenze giebt. Man braucht bloß einen Gegenkontrahenten zu finden. Man braucht gar keine Papiere zu haben, die lieferbar sind. Bei Kassageschäften ist das anders. Man kann einigermaßen durch Kredit nachhelfen, aber das hat alles bald eine Grenze, und es geht bei Weitem nicht so ins Ungemessene, wie beim Termingeschäft.

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte gegenüber einer Aeußerung des Herrn Landgerichtsraths Munk darauf aufmerksam machen, daß ein ganz fundamentaler Irrthum, in welchem er sich schon gestern bewegte, der ist, daß er glaubt, man könne an die Börse gehen und auf Termin unbeschränkte Quantitäten von Papieren kaufen. Das muß ich als Sachverständiger entschieden bestreiten, und ich behaupte, daß auch in dem Fall, wenn auf Termin gekauft wird, der Kredit an der Börse nur so weit reicht, wie wenn per Kassa gekauft wird. Es ist also ein

fundamentaler Irrthum, anzunehmen, daß die Gefahr des Termingeschäfts darin liegt, daß man ohne Weiteres an die Börse geht und eine unbegrenzte Summe auf Termin handeln kann. Hier ist eine ganz natürliche Grenze gezogen durch den Umfang des Kredits, und dieser Kredit ist ganz bestimmt bei Zeitgeschäften nicht größer, als bei Kassageschäften, sondern eher noch kleiner, denn bei Zeitgeschäften ist die Zeit viel größer, während welcher man den Kredit geben soll. Darauf kann ich gar nicht genug aufmerksam machen. Ich glaube, daß dieser Irrthum, in welchem sich Herr Landgerichtsrath Munk befindet, aus Mangel an Sachkenntniß betreffs der Börsenverhältnisse entstanden ist und ihm den Anlaß zu sehr vielen seiner Ausführungen, die er heute und gestern gemacht hat, gegeben hat. Herr Munk hat eben ganz bestimmt gesagt, daß derselbe Mann, der per Kassa nur ein bestimmtes Quantum kaufen kann, beim Termingeschäft ganz unbestimmte Quantitäten desselben Papiers kaufen kann. Das muß ich aufs entschiedenste bestreiten.

Sachv. **Munk:** An der Berliner Börse mögen vielleicht für das Termingeschäft derartig beschränkte Kreditverhältnisse existiren, wie sie Herr Salomon schilderte. Nehmen wir aber den Fall an, es will Jemand eine Million Mark eines Papiers auf Termin kaufen, er wendet sich telegraphisch an ein bekanntes Haus in Frankfurt, und an demselben Tage giebt er da den Auftrag zu kaufen, und weil er Kredit hat, gleichzeitig in München, Königsberg, Paris, London u. s. w. Ich meine, daß er dadurch wohl in der Lage ist, in kurzer Frist, trotz beschränkten Kredits an der einzelnen Börse, eine Million aufzukaufen im Terminhandel, die er, wenn er per Kassa handeln wollte, nicht erhalten könnte, denn er müßte sich dann an ganz andere Leute wenden, welche derartige Papiere wirklich haben. Im Kassageschäft ist also ein solcher Fall nicht möglich.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte dem Herrn Landgerichtsrath Munk in Bezug auf seine Ausführungen über die Verhältnisse an der Berliner Börse antworten, daß ich dem, was der Herr Sachverständige aus Hamburg sagte, insofern zustimme, als man auch in Berlin eine unbegrenzte Summe von Papieren auf Zeit nicht kaufen kann. Das Scheitern eines solchen Vorhabens liegt nicht allein an dem Kredit des betreffenden Käufers, sondern an der Unmöglichkeit, für eine übermäßig große Summe einen Gegenpart, Abgeber, zu finden. Es finden sich in Folge der Arbitrage, wenn Jemand höhere Preise zahlt, wohl Abgeber und auch solche, die in Blanko verkaufen, aber schließlich hat das doch immer eine Grenze in der Weise, daß die Leute berücksichtigen, wie viel von einem Papier überhaupt existirt. Es sind an allen großen Börsenplätzen, namentlich dem Berliner, so erhebliche Vorräthe der betreffenden Papiere da, die auf Zeit gehandelt werden, daß, wenn der Betreffende etwas mehr per Kassa bezahlt, er ebenso viel kaufen kann, wie per Ultimo. Die Arbitrage schafft aus Paris oder London oder sonst woher in zwei Tagen die Papiere heran, wenn sie weiß, daß Jemand einen höheren Preis bezahlt. Ich muß also bestreiten, daß darin ein erheblicher Unterschied liegt, ob man auf Zeit oder per Kassa kauft. Es kommt darauf an, was man dafür bezahlt.

Vorsitzender: Wir könnten nun wohl zu Nummer 8 übergehen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe eben gesehen, daß Herr Landgerichtsrath Munk ein sehr ausführliches und anscheinend über seine Aussagen hinausgehendes Promemoria über die Sache ausgearbeitet hat. Sollte meine Voraussetzung zutreffen, so würde ich die Bitte an den Herrn Präsidenten richten, den Herrn Sachverständigen zu ersuchen, uns dieses Material zu überlassen.

Sachv. **Munk:** In meinem schriftlichen Gutachten ist dasjenige enthalten, was ich hier vorgetragen habe, vermuthlich

werden diese Aufzeichnungen höchstens etwas systematischer erscheinen, als es hier der Fall gewesen ist. In einem Punkt ist allerdings mein schriftliches Gutachten ausführlicher und umfassender, aber das betrifft einen Punkt, zu dem der Herr Präsident uns das Wort entzogen hat, über Unterschlagungen ꝛc. Ich glaube nicht, daß der hohen Kommission damit gedient wäre, wenn sie in den Besitz meines Schriftstückes kommt.

Vorsitzender: Sie haben vielleicht Gelegenheit, bei der Korrektur des stenographischen Berichts noch Einzelnes hinzuzusetzen. Wenn Sie sehen sollten, daß einzelne Punkte übergangen sind, die Sie schriftlich erörtert haben, würden wir Ihnen nur sehr dankbar sein, wenn Sie die Güte haben wollten, uns diese Aufzeichnungen auf einige Zeit zum Studium zu überlassen. Jedenfalls danke ich Ihnen für Ihre werthvollen Beiträge zur Lösung der schwierigen Fragen, zu deren Prüfung wir berufen sind.

Wir kommen nunmehr zu Nummer 8. Der erste Punkt würde den Waarenhandel betreffen, über den sich die Herren bisher nicht geäußert haben und auch nicht äußern wollen. Dann aber ist auch die Frage gestellt, ob sich einzelne der an den verschiedenen Börsenplätzen bestehenden Lieferungsbedingungen, z. B. hinsichtlich der Lieferbarkeit der Papiere, der Exekution, der Unterwerfung unter ein Schiedsgericht u. s. w., als gemeinschädlich erwiesen haben.

Sachv. **Salomon:** An der Berliner Börse kann ich bezüglich des Waarenhandels keine Aufklärung geben, da mir die Verhältnisse nicht mehr bekannt sind. Ich bin seit den sechziger Jahren an der Produktenbörse nicht mehr beschäftigt gewesen. Die Bedingungen an der Berliner Fondsbörse in Bezug auf die Lieferbarkeit u. s. w. halte ich für gut, und es bestreben sich die Börsenvorstände, in dieser Beziehung allen Ansprüchen gerecht zu werden und die bestehenden Einrichtungen zu vervollkommnen. Dieses Bestreben ist sehr lebendig und hat meines Erachtens einen Zustand herbeigeführt und erhalten, der wünschenswerth und ein guter ist, und von dem etwas Gemeinschädliches mir nicht bekannt ist.

Vorsitzender: Sind nicht hinsichtlich der Organisation des Schiedsgerichts mitunter Bedenken erhoben worden, daß dasselbe häufig wechselt und dadurch zu Beschwerden Grund giebt?

Sachv. **Salomon:** Es handelt sich um die schiedsrichterliche Kommission der Kaufmannschaft. In dieser Beziehung habe ich auch keine Beschwerden gehört.

Vorsitzender: Der Rechtsweg ist nur bei der Lieferbarkeit ausgeschlossen; im Uebrigen steht es Jedem frei, ob er sich an die ordentlichen Gerichte wenden will.

Sachv. **Salomon:** Vertragsmäßig ist die Inanspruchnahme des Schiedsgerichtes verlangt. Ueber die Lieferbarkeit von Papieren wird, wie den Herren bekannt sein wird, von der Sachverständigenkommission entschieden, und es sind einige Beschwerden wohl dahin gegangen, daß die Lieferbarkeit beispielsweise einmal erklärt wird und ein anderes Mal von einer anderen Kommission nicht erklärt wird.

Vorsitzender: Bezüglich desselben Papiers?

Sachv. **Salomon:** Bezüglich desselben Papiers allerdings. Das ist ein Fall, der nicht zu vermeiden ist, denn wir sind nicht in der Lage, zu beurtheilen, ob nicht in den acht Tagen etwa, seit das Papier vorgelegt ist, etwas vorgekommen ist. Es kann ein Stück abgerissen sein, der Vermerk kann undeutlich sein und durch weitere Abnutzung noch undeutlicher geworden sein, eine Nummer kann fehlen u. s. w.

Im Uebrigen suchen wir etwaigen Uebelständen dadurch beizukommen, daß wir einen ständigen Bureaubeamten dabei stehen haben, der seit vielen Jahren damit betraut ist, von dem einzelnen Papier Kenntniß nimmt und der Kommission vor-

kommendenfalls von früheren Entscheidungen Kenntniß giebt. Im Uebrigen ist die Lieferbarkeit von Papieren meist nicht ein so erhebliches Objekt, denn es kann sich im schlimmsten Fall nur um geringe Portokosten handeln. Ein verletztes Stück ist selbstverständlich nicht lieferbar, die Außerkurssetzung betrifft meist nur Formfehler.

Vorsitzender: Bei anderen Fragen hängt es von der Wahl des Klägers ab, ob er sich dem Schiedsgericht unterwerfen will oder nicht. Würden Sie die Kompetenz des Schiedsgerichts dahin erweitern wollen, daß auch außerhalb des Börsenpublikums stehende Leute zur Unterwerfung unter dasselbe genöthigt werden?

Sachv. **Salaman:** Ich halte unser Schiedsgericht für sachverständig, gerecht und gut. Außerdem fungirt es unter dem Beirath des Kreisgerichtsdirektors a. D. Beisert in Berlin, der ein ausgezeichneter Jurist ist, so daß ich meine, daß es allen Ansprüchen, die man an eine schiedsrichterliche Kommission stellen kann, vollkommen entspricht und daß es schlimm wäre, wenn Streitfragen, die der schnellen Entscheidung vor allen Dingen bedürfen, einem langwierigen Verfahren unterworfen werden sollten. Das Interesse beider Parteien ist viel besser gewahrt, wenn die Sache an eine schiedsrichterliche Kommission kommt und rasch erledigt wird. Diejenigen Personen, die sich einmal auf Geschäfte an der Berliner Börse eingelassen haben, können sich dessen bewußt sein, daß sie durch das Schiedsgericht völlig in ihren Rechten geschützt sind, so daß ich eine Aenderung hier keineswegs für erforderlich oder ersprießlich halte.

Vorsitzender: Fungirt Herr Beisert als Mitstimmender oder nur als Beirath?

Sachv. **Salaman:** Als Beirath.

Vorsitzender: An einzelnen Börsen besteht meines Wissens die Bestimmung, daß ein Richter als Mitglied eintritt, z. B. in Frankfurt am Main und Stettin.

Sachv. **Metzler:** In Frankfurt besteht das nicht.

Vorsitzender: Nach der Aussage des Herrn von Guaita nahm ich das an. Dann hat er sich wohl nur gutachtlich für eine solche Einrichtung ausgesprochen.

Sachv. **Metzler:** Wir haben einen juristischen Beirath der Handelskammer, der in streitigen Fällen zugezogen werden kann.

Vorsitzender: Sie sagen, es bestände keine feste Norm, es sei nur fakultativ. Es muß dann und wann geschehen sein. Ich weiß nicht, inwiefern die Bestimmungen dazu Gelegenheit bieten.

Sachv. **Metzler:** Sie meinen, speziell in der Frage der Begutachtung der Papiere?

Vorsitzender: Nein, überhaupt bei Streitigkeiten, die aus Börsengeschäften hervorgehen.

Sachv. **Metzler:** Ich bitte um Entschuldigung, ich meinte, es handle sich nur um diese Sache.

Sachv. **Schinckel:** Ich kann nur sagen, daß die Einrichtungen in Hamburg nach Allem, was mir darüber zu Ohren gekommen ist, sich durchaus bewährt haben. Es unterliegen dem Schiedsgericht der Sachverständigenkommission alle Fälle, in denen Geschäfte in Gemäßheit der Usancen des Effektenhandels abgeschlossen sind, und alle Fälle, wo beide Parteien sich mit dem Schiedsgericht einverstanden erklären. Sonst geht es an die Gerichte.

Vorsitzender: Wird in den zwischen Kommissionär und Kommittent abgeschlossenen Bedingungen die Unterwerfung

unter das Schiedsgericht auch besonders betont? Ist das nicht üblich?

Sachv. **Schindel:** Die Geschäfte werden unter den allgemein „im Effektenhandel üblichen Bedingungen" abgeschlossen, und da steht es drin.

Vorsitzender: Kann nicht daraus ein Uebelstand entstehen, daß Kommittenten, die vielfach nicht den Kreisen der Kaufleute angehören, sich auch dem Schiedsgericht unterwerfen müssen?

Sachv. **Schindel:** Mir ist dieser Fall nicht zu Ohren gekommen.

Vorsitzender: Ziehen Sie in Hamburg einen Richter zu?

Sachv. **Schindel:** Im Allgemeinen nicht, aber in schwierigen Fällen einen der Sekretäre der Handelskammer, und das hat sich als durchaus ausreichend erwiesen.

Sachv. **Schroeter:** Bei uns in Königsberg sind auch keine Mißstände aus den Einrichtungen hervorgegangen, es ist der Verkehr in Papieren dort höchst unbedeutend. Im Waarenhandel ist eine Kommission von Sachverständigen da, die zu entscheiden hat, und für besondere Streitigkeiten wird eine bestimmte Kommission erwählt, die in der Form des allgemeinen Schiedsgerichts nur von Kaufleuten gebildet wird.

Vorsitzender: Sie hatten früher das sogenannte Kommerz- und Admiralitätskollegium?

Sachv. **Schroeter:** Ja, jetzt haben wir das nicht mehr. Die jetzige Einrichtung ist besser, insofern als die Richter nicht bloß technische Beiräthe sind.

Vorsitzender: Sie haben in den Bedingungen auch die generelle Unterwerfung unter das Schiedsgericht?

Sachv. **Schroeter:** Ja, in dem Schlußschein ist das enthalten, aber auch meist für den Waarenhandel, bei Papieren kommt es wenig vor.

Vorsitzender: Und Beschwerden sind nicht erhoben, Sie glauben also, daß diese Einrichtung sich bewährt hat?

Sachv. **Schroeter:** Ja!

Sachv. **Fink:** In einer mehr als zwanzigjährigen Praxis habe ich bezüglich des an unserer Börse bestehenden Schiedsgerichts die besten Erfahrungen gemacht. Es ist mir kein Fall bekannt geworden, welcher nicht auf diese Weise rasch und befriedigend erledigt worden ist. Die Bestimmungen sind ziemlich kurz. Die eine möchte ich vielleicht anführen, es ist die Bestimmung vorhanden, wonach der Obmann, je nach den Umständen, das Recht hat, einen Rechtskonsulenten hinzuzuziehen, das steht dem Obmann frei.

Vorsitzender: Wird davon Gebrauch gemacht?

Sachv. **Fink:** In einzelnen Fällen mag es schon vorgekommen sein.

Vorsitzender: Aber nur als Konsulent, als Berather?

Sachv. **Fink:** Ja.

Vorsitzender: Das würde also ähnlich sein wie in Berlin. Ziehen Sie (zum Sachv. Salomon) hier in allen Fällen einen Rechtskonsulenten hinzu?

Sachv. **Salomon:** Ex officio bei den Verhandlungen des Schiedsgerichts. Außerdem sind die Parteien durch Anwälte vertreten.

Sachv. **Fink:** Es bleibt bei uns dem Ermessen des Obmannes überlassen, einen Rechtskonsulenten hinzuzuziehen.

Vorsitzender: Und das hat sich bewährt?

Sachv. **Fink:** Durchaus! Seit mehr als 20 Jahren haben wir diese Einrichtung, und es sind keine Klagen darüber mir zu Ohren gekommen. Es ist alles ganz glatt von Statten gegangen.

Sachv. **Metzler:** Was die Lieferbarkeit der Papiere anbelangt, so hat unsere Kommission, welche sich damit befaßt, die vorhandenen Bestimmungen als ausreichend befunden, und in schwierigen Fällen wird nur der Rechtskonsulent der Handelskammer zu einem Gutachten hinzugezogen. Aber mir sind keine Fälle bekannt, daß die Entscheidungen angefochten worden sind.

Vorsitzender: Der Herr Sachverständige von Gwinner sprach sich dahin aus, daß eine Beschränkung der Schiedsgerichte auf die eigentlichen Börsengeschäfte ihm zweckmäßig erschiene. Ich erinnere mich nicht mehr genau, wie er das motivirte, aber dies war die Quintessenz seiner Meinung. Er wünschte nicht, daß die Kompetenz des Schiedsgerichts auf außerhalb der Börse Stehende ausgedehnt würde.

Sachv. **Metzler:** Ja, in dem Sinne habe ich es auch aufgefaßt. Diese Gerichte sind wohl nur für die Börse; aber die Leute, die überhaupt an der Börse Geschäfte machen, müssen sich der Börse unterwerfen. Sie werden damit einverstanden sein müssen, daß ein Papier für lieferbar erklärt wird oder nicht, selbst wenn es einen Privatmann, der sonst der Börse fernsteht, betrifft.

Vorsitzender: Das ist weniger erheblich. Es entstehen aber zahlreiche Streitigkeiten aus Börsengeschäften rein zivilrechtlicher Natur, welche mit den rein kaufmännischen Fragen nichts zu thun haben.

Sachv. **Metzler:** Wenn der Mann bei der Börse klagt, dann geben wir unser Gutachten nur vorbehaltlich der Entscheidung anderer Gerichte ab, verlangen allerdings vorher, daß beide Theile sich bereit erklären, den Schiedsspruch des Börsenvorstandes anzuerkennen.

Vorsitzender: Das würde doch eine sehr abgeschwächte Bedeutung des Schiedsgerichts sein; so ist es bei den meisten Börsen nicht. Da hat der Kläger die Wahl, wenn er sich beschwert fühlt, entweder sofort das ordentliche Gericht anzurufen oder das Schiedsgericht; der Beklagte muß dem Forum folgen.

Sachv. **Metzler:** Kann denn das Schiedsgericht der Börse überhaupt verlangen, daß seine Entscheidung rechtliche Giltigkeit hat?

Vorsitzender: Gewiß, der Schiedsspruch wirkt wie ein rechtskräftiges gerichtliches Urtheil: die Zwangsvollstreckung daraus findet statt, sobald ihre Zulässigkeit durch ein gerichtliches Vollstreckungsurtheil ausgesprochen ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte mich nur über einen Punkt informiren. Ich glaube mich nicht zu irren, daß von einem früheren Sachverständigen gesagt worden ist, die Schiedsgerichte, welche bei Streitigkeiten im Effektenverkehr zu entscheiden hätten, träten dann nur in Funktion, wenn beide Interessenten Börsenmitglieder seien, oder wenn freiwillig von dem Einen die Mitwirkung des Schiedsgerichts akzeptirt worden ist. Herr Solomon ist anderer Ansicht und meint, daß auch in dem Falle eine Mitwirkung eintritt und eintreten soll, wenn über die Usancen der Berliner Börse aus einem Schlußschein, den ein hiesiger Kommissionär mit einem auswärts wohnenden Gutsbesitzer oder für irgend einen Privatmann abgeschlossen hat, Streitigkeiten entstehen. Ich will konstatiren, daß hier ein erheblicher Widerspruch über die thatsächlichen Verhältnisse an der hiesigen Börse besteht. Früher wurde mir entgegengehalten, meine Bemerkungen wären

bezüglich der Schiedsgerichte in Waaren berechtigt, im Effektenverkehr seien diese Bemängelungen unzutreffend, da thatsächlich die Schiedsgerichte nur dann in Funktion treten, wenn es sich um Angelegenheiten der Börseninteressenten handelt und um Personen, die sich ausdrücklich in den einzelnen Fällen dem Schiedsspruch unterworfen hätten.

Sachv. **Metzler:** Ich möchte das, was Herr Geheimrath Gamp sagte, für zutreffend halten. In diesem Sinne habe ich es auch gemeint. Ich wollte ausdrücklich noch mal darauf hinweisen, daß wir, wenn von vornherein die Parteien beiderseits erklären, sie wollen sich unserem Schiedsgericht unterwerfen, natürlich diesem Wunsche Rechnung tragen.

Dr. **Jürgens:** In Betreff der thatsächlichen Lage des Schiedsgerichts der Hamburger Effektenbörse möchte ich mir erlauben, folgende Mittheilung zu machen. Nach den allgemeinen Usancen im Effektenhandel, die bei uns maßgebend sind, bestimmt Artikel 17 über die Entscheidung streitiger Fälle das Folgende, wobei hervorzuheben ist, daß man von der Frage der Lieferbarkeit der Effekten absehen muß; denn hier liegt meist kein Streitfall vor, es ist nur eine Partei, die die Frage stellt, ob ein Papier lieferbar ist oder nicht. Vor das Schiedsgericht kommen diejenigen Fälle, in welchen es sich um die Auslegung oder Anwendung der Usancen handelt. Vorbedingung ist, daß dem Geschäft eine Schlußnote zu Grunde liegt, welche ausdrücklich auf die Usancen Bezug nimmt, und dann sind die Parteien bei solchen Streitfragen der Entscheidung der Sachverständigenkommission unterworfen.

Dann ist aber auch die Möglichkeit vorgesehen, daß auch bei allen anderen Streitfällen das Schiedsgericht, jedoch nur dann in Anspruch genommen werden kann, wenn beide Parteien sich demselben ausdrücklich unterwerfen. Das ist die Organisation, und ich glaube, der Herr Sachverständige aus Hamburg wird mir das bestätigen.

Vorsitzender: Das weicht etwas ab von den Berliner Bestimmungen, welche wir in unsere „Zusammenstellung“ aufgenommen haben. Hier besteht also außer der schiedsgerichtlichen Kommission ein Schiedsgericht von drei Richtern. Das Aeltestenkollegium hat damit nichts zu thun. Danach theilt sich die Sache ein in die Sachverständigenkommission, in das sogenannte Dreimännerschiedsgericht sowie die etwa noch bestehenden Schiedsgerichte, und außerdem können die ordentlichen Gerichte für alle übrigen Streitigkeiten angerufen werden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich bin der Meinung, daß die Berliner Sachverständigenkommission eigentlich nur zu entscheiden hat über die Frage, ob eine Lieferung von Papieren zu erfolgen hat oder nicht. Das ist das Sachverständigenurtheil.

Vorsitzender: Das ist eigentlich kein Urtheil.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Das ist ein Sachverständigenurtheil. Ferner haben die Aeltesten die Verpflichtung, ein Schiedsgericht für Streitigkeiten von Korporationsmitgliedern zu stellen, und zwar in Fällen, welche freiwillig vor sie gebracht werden. Dieses besteht aus fünf Mitgliedern des Aeltestenkollegiums unter dem Beirath des Syndikus.

Dann steht in den Bestimmungen der Fondsbörse, daß bei Streitigkeiten der klagende Theil entweder ein Schiedsgericht anrufen oder sich an die ordentlichen Gerichte wenden kann. Aus dem Wortlaut geht hervor, daß dieses Schiedsgericht etablirt ist für Korporationsmitglieder, daß also nicht dazu Gehörige nicht vor dasselbe gefordert werden können. Ich will zugeben, daß in den Fällen, wo eine Partei, die nicht zur Korporation gehört, sich freiwillig diesem Schiedsgericht unterwirft, dieses Schiedsgericht urtheilt. Dann ist es eigentlich ein ad hoc zusammengesetztes Schiedsgericht.

Etwas Anderes ist der Fall bei der Produktenbörse. Dort ist in den Schlußscheinen ein ausdrückliches Kompromiß auf die Unterwerfung unter ein nach ganz bestimmten Maßgaben zusammengesetztes Schiedsgericht ausgesprochen, und wer den Schlußschein unterschreibt, unterwirft sich damit diesem Kompromiß. Das ist die natürliche Konsequenz. Dagegen haben wir immer angenommen, daß, wenn ein Fondsgeschäft an der Berliner Börse mit einem auswärtigen Kommissionshause gemacht worden ist, und wenn dieses Geschäft nach den Berliner Bedingungen gemacht ist, ein Kompromiß auf dies Schiedsgericht nicht ausgesprochen ist. Das ist die Annahme, und ich glaube, daß dies ziemlich richtig ist.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich erlaube mir, darauf aufmerksam zu machen, daß die Herren Schriftführer eine Arbeit gemacht haben über die Bedingungen, wie sie in Berlin bestehen, und diese Ausarbeitung scheint mir außerordentlich zutreffend zu sein. Sie finden hier die verschiedenen Arten von Schiedsgerichten, die in Berlin existiren, und ich glaube, es ist nichts gegen die Richtigkeit dieser Darstellung einzuwenden. Herr Geheimrath Frentzel hat auch schon darauf hingewiesen, daß dieses Schiedsgericht von fünf Personen wesentlich dafür eingesetzt ist, um Streitigkeiten unter den Mitgliedern der Korporation zum Austrag zu bringen, aber auch eventuell Streitigkeiten mit auswärtigen Kommittenten, welche sich den Bedingungen des Schiedsgerichts unterwerfen und also auch in das Verfahren vor diesem Gericht einbegriffen werden können. Ich weiß nicht, ob es nothwendig ist, hier nochmals diese verschiedenen Arten von Schiedsgerichten zu verlesen.

Vorsitzender: Das ist ein etwas komplizirter Apparat. Die Einrichtung ist in der „Zusammenstellung" ganz richtig wiedergegeben.

Sachv. **Salomon:** Ich wollte nur anführen, daß ich im Allgemeinen mich für die Schiedsgerichte ausgesprochen habe, und sagen, daß ich es auch Auswärtigen im Allgemeinen nicht beschränken möchte, dem Schiedsgericht zu unterliegen. Ich habe nur im Allgemeinen von Schiedsgerichten gesprochen.

Vorsitzender: Ich möchte darauf hinweisen, daß nach den gedruckten Geschäftsbedingungen der Kommissionshäuser die Kompetenz der Schiedsgerichte gewöhnlich sehr weit ausgedehnt wird. Demgegenüber fällt es auf, daß es in den schriftlichen Bedingungen von Friedländer und Sommerfeld heißt: „Streitigkeiten, welche sich aus unserer Geschäftsbeziehung ergeben, werden unter Ausschluß der schiedsgerichtlichen Behörde vor den ordentlichen Gerichten entschieden." Das würde also eher für die Schiedsgerichte sprechen. — Hinsichtlich der Exekutionen haben die Herren nicht die Beobachtung gemacht, daß Uebelstände eingetreten sind?

(Die Sachverständigen schweigen.)

Wir kommen dann zu Punkt 9.

Sachv. **Salomon:** Wir haben bei der Berliner Fondsbörse die Einrichtung des Liquidationsvereins, der vom Berliner Kassenverein geführt wird, und vom Effektengiroverein, den letzterer gleichfalls führt, abgesehen von der allgemeinen Abrechnungsstelle, die durch die Reichsbank geführt wird, und alle diese Einrichtungen sind ganz vorzüglich. Sie fungiren gut, und es ist an ihnen nichts auszusetzen. Uebelstände durch Indiskretion, z. B. daß die Bestände der einzelnen Firmen verrathen werden, sind nicht hervorgetreten. Es ist mir nicht bekannt, daß irgend Jemand dadurch benachtheiligt worden wäre. Die Einrichtungen fungiren zur allgemeinen Zufriedenheit. Sie haben außerordentlich zur Erleichterung des Verkehrs beigetragen. Die Einrichtung von unter staatlicher Kontrole stehenden Abrechnungsstellen, bei denen angemessene Kautionen hinterlegt werden müssen, halte ich für eine ganz

unnütze Erschwerung des Verkehrs, die dem reellen Geschäfte an sich schädlich wäre.

Vorsitzender: Alle Sachverständigen sind dieser Ansicht gewesen, die Herr Saloman soeben ausgesprochen hat, bis auf einen Herrn von der Presse, der empfahl, eine staatliche Kontrole — es war nicht recht verständlich, wie er das meinte — eintreten zu lassen.

Sie versprechen sich also davon nichts und halten es für eine Erschwerung?

Sachv. **Salomon:** Diese Einrichtungen sind aus freier Wahl der Interessenten hervorgegangen, und die damit beauftragten Personen sind solche, denen man Vertrauen schenkt. Sie verstehen die Sache und wissen sie ordentlich zu verwalten. Ich kann die Herren von der Presse in dieser Beziehung nicht für so maßgebend halten, wie die Leute, die damit zu arbeiten haben.

Vorsitzender: Ist einer von den anderen Herren Sachverständigen anderer Ansicht?

(Pause.)

Das ist nicht der Fall. Dann können wir zu Nummer 10 übergehen.

Sachv. **Salomon:** Das ist ein sehr wesentlicher Punkt. Ich möchte bei der Antwort unterscheiden zwischen Kassakursen und Terminkursen. Für den ersteren Fall möchte ich mich dahin aussprechen, daß der Berliner Mittelkurs, den wir durch die Vermittlung des Börsenkommissars unter Zuziehung des vereideten Maklers machen, eine ganz vorzügliche Einrichtung ist, eine Einrichtung, wie sie an keinem Platze der Welt in größerer Vorzüglichkeit besteht, insofern einem Jeden, der einen Auftrag giebt, die Möglichkeit gegeben ist, zu einem zuverlässig ermittelten Kurse seine Verkäufe oder Käufe auszuführen. Dabei ist es natürlich nicht ausgeschlossen, daß durch ein zufälliges Uebermaß von Angebot oder Nachfrage der Kurs gedrückt oder erhöht wird, weil sich beide nicht mehr decken können. Das hat aber mit der Ermittlung der Kurse nichts zu thun. Der Mittelkurs hat dazu geführt, daß das Berliner Geschäft in außerordentlichem Maße sich gehoben hat, daß wir von den ausländischen Börsen Aufträge auf unsere eigenen Anleihen bekommen, wie es uns nur erwünscht sein kann, und daß jeder Einzelne, der einen Auftrag giebt, die Sicherheit hat, seinen Auftrag bestens erledigt zu bekommen. Ich werde mir erlauben, bei der Frage der vereideten Makler darauf zurückzukommen, welche Uebelstände sich herausgestellt haben und welche Aenderungen nothwendig sind.

Auch in der Ermittlung der Kurse für das Termingeschäft hat sich Klarheit herausgebildet, indem wir das System der ersten und der Schlußkurse schon heute haben, die mit gleicher Vorsicht und in gleicher Weise festgestellt werden, wie die Kassakurse.

Vorsitzender: Also hier handelt es sich auch um einen Mittelkurs?

Sachv. **Salomon:** Dieser Kurs wird auch durch Angebot und Nachfrage ermittelt unter Antheilnahme der Interessenten, und es wird dabei auch immer Rücksicht darauf genommen, wie der Kurs ungefähr im freien Verkehr sich stellt. Sollten sich die Resultate aus Nachfrage und Angebot bei den vereideten Maklern so gestalten, daß dieselben in erheblichem Maße von dem Kurse im freien Verkehr abgewichen sind, so sind die Makler angewiesen, die Bekanntgebung des ersten Kurses auszusetzen und den Börsenkommissar zuzuziehen, welcher dem Markt davon Kenntniß giebt, daß in Angebot und Nachfrage bei den vereideten Maklern eine Differenz gegen den Marktpreis des freien Verkehrs stattfindet, daß er die Parteien ersucht, noch Kauf- oder Verkaufsaufträge zu geben, und die-

jenigen, die bereits den Maklern Aufträge gegeben haben, davon benachrichtigen läßt, daß sie in Bezug auf den Preis, den sie zahlen wollen, vorsichtig sein, daß sie limitiren oder eventuell ihre Aufträge zurücknehmen sollen. Auf diese Weise, indem eine zweite Ermittlung unter Assistenz des Börsenkommissars stattfindet, ist die Garantie gegeben, daß der Kurs dem freien Verkehr entsprechend sich gestaltet und nicht bloß dem zufälligen Angebot oder Nachfrage. Dieser erste Kurs hat die Bedeutung des Berliner Platzes außerordentlich erhöht, und ich kann nur sagen, daß sich diese Einrichtung bewährt hat.

Es ist außerdem noch die Einrichtung getroffen, daß die Kursermittlung für die nach dem ersten Kurse eintretenden Schwankungen nicht an dasjenige gebunden ist, was die vereideten Makler allein vermittelt haben, sondern es auch dem freien Ermessen des Börsenkommissars anheimgestellt ist, wenn er die Ueberzeugung gewonnen hat, daß auch nach anderem Kurse gehandelt worden ist, auch hier die Grenze der Schwankungen nach oben oder unten entsprechend abzuändern, wie sie sich in der That im Verkehr gestaltet haben. Ich habe dieser Tage selbst einen Fall gehabt, wo der vereidete Makler den Preis der Gotthardbahnaktien nur zu 148,30 niedrigst notiren wollte. Es hat sich aber Jemand beschwert gefühlt, der dieselben mit 148,25 gehandelt hat und sie zu diesem Preise dem vereideten Makler selbst angeboten hat, der dafür im Augenblicke keinen Käufer hatte. Ich habe in diesem Fall entsprechende Verfügungen getroffen und den Kurs bis 148,25 herunter notiren lassen.

Vorsitzender: Weswegen wird denn zum Schluß nochmals ein Schlußkurs ermittelt?

Sachv. **Salomon:** Um 2 Uhr wird in gleicher Weise eine Ermittlung des Kurses angestellt, bei welcher das Gros der Interessenten nicht ebenso betheiligt ist. Natürlich wickelt sich das Hauptgeschäft zum ersten Kurse ab. Es ist zur feststehenden Usance geworden, daß alle Aufträge, die vor dem ersten Kurse dem Bankier, den Kommissionären zugegangen sind, verpflichtungsgemäß zu dem ersten Kurse ausgeführt werden müssen. Der Kommissionär muß zu diesem Kurse kaufen oder verkaufen, sobald ihm nachgewiesen ist, daß ihm die Ordre vor 12 Uhr zugekommen ist.

Vorsitzender: Für welche Geschäfte ist der Schlußkurs maßgebend?

Sachv. **Salomon:** Für diejenigen Geschäfte, bei denen ausdrücklich Ordre dazu gegeben ist. Wenn die Makler Auftrag, zum Schlußkurse zu handeln, haben, so führen sie denselben aus, im Uebrigen sind das nicht besonders viele Aufträge, welche derartig ertheilt werden. Um 2 Uhr werden die Ermittlungen des Börsenkurses geschlossen, und wenn ein Kurs dann die und die Höhe erreicht hat, so notiren die Makler nur, daß um 2 Uhr der Kurs so gewesen ist, auch wenn sie selbst nicht gerade um 2 Uhr dazu gehandelt haben.

Vorsitzender: Und wie wird es bei den Geschäften gehalten, die nach Festsetzung des ersten Kurses abgeschlossen werden?

Sachv. **Salomon:** Von der Festsetzung des ersten Kurses an findet durch die vereidigten Makler ein freier Handel statt, an welchem die vereideten Makler, sowie die unvereideten sich betheiligen, und es wird durch die vereideten Makler in erster Linie, aber auch unter Berücksichtigung der übrigen Interessenten, die Schwankung festgestellt. Die vereideten Makler haben auf ihrem Platz ein Schema liegen, auf welchem sie die Schwankungen notiren, sodaß, wenn Jemand bei einer Schwankung nach oben oder unten einen Kurs vermißt, zu dem er gehandelt hat, er jetzt in der Lage ist, während der

Börsenzeit zu verlangen, daß der Kurs hineingesetzt wird, den er für richtig nachweist,

Vorsitzender: Werden dazwischen auch Geschäfte zu festem Kurse gemacht?

Sachv. **Salomon:** Es sind nur Geschäfte zu festem Kurse, die zwischen dem ersten und letzten Kurse von den Maklern vermittelt und abgeschlossen werden, und diese werden, je nachdem die Spitzen nach oben oder unten schwanken, notirt, also etwa von 49 aufwärts gehend auf 49½, dann wieder auf 49 herunter, je nachdem der Kurs in der betreffenden Richtung eine Spitze gehabt hat.

Vorsitzender: Der Schlußkurs ist also nur maßgebend für Geschäfte, die ausdrücklich dazu gemacht werden sollen?

Sachv. **Salomon:** Das ist an sich maßgebend, und der Schlußkurs würde mir auch ausschlaggebend sein, wenn ich als Sachverständiger sagen sollte, zu welchem Kurse ein Auftrag, der durch eine Depesche, die unmittelbar vor 2 ankommt, übermittelt ist, ausgeführt werden soll. Dann würde ich verlangen, daß der Auftrag zum Schlußkurse ausgeführt wird.

Vorsitzender: Haben Sie noch andere Kurse zwischen Anfangs- und Schlußkurs?

Sachv. **Salomon:** Das sind die beiden festen Kurse, welche die Makler notiren. Schwankungen werden von diesen dazwischen notirt.

Vorsitzender: Es giebt nun aber eine ganze Anzahl von Aufträgen, die verschiedene Limiten haben, ebenso wie beim Kassageschäft. Außerdem kommen noch zwischen dem ersten und zweiten Kurse im Laufe der Börsenzeit zahlreiche Aufträge. Welcher Kurs ist für diese maßgebend? Sind das Limiten oder feste Preise?

Sachv. **Salomon:** Es sind feste Preise, zu denen gehandelt wird, wobei es nicht ausgeschlossen ist, daß auch ein Limitum, das noch später kommt, ausgeführt wird. Diese später gegebenen Limiten haben aber keinen Anspruch auf Ausführung; wenn der Makler Gotthardbahn zu 48½ angegeben hat, und das befindet sich später in der Notiz, so ist der Makler stets haftbar für die Ausführung.

Vorsitzender: Wie wird der Schlußkurs ermittelt?

Sachv. **Salomon:** In gleicher Weise durch Angebot und Nachfrage, wenn eben Aufträge dazu vorliegen, was nicht immer der Fall ist, denn es ist ein verhältnißmäßig unbedeutendes Geschäft. Liegt ein Auftrag nicht vor, so wird der Schlußkurs um 2 Uhr nach dem von dem Makler gehandelten Kurse festgestellt, oder es wird von dem Kommissar derjenige Kurs festgestellt, von dem er der Ansicht ist, daß es der Marktpreis im Moment ist.

Vorsitzender: Das hat sich durchaus bewährt?

Sachv. **Salomon:** Das hat sich nach vielen Richtungen hin bewährt insofern, als der erste Kurs sowohl im Terminhandel wie beim Kassageschäft die absolute Garantie für eine reelle Ausführung giebt und nur der Preis bezahlt wird, wie er sich durch Angebot und Nachfrage ergiebt. Die Börsenvorstände sind besonders bestrebt gewesen neuerdings, wie aus den von ihnen erlassenen Bestimmungen hervorgeht, daß der Kurs und die Notirungen des vereideten Maklers in Uebereinstimmung gehalten werden mit dem freien Markte, und sie achten dabei darauf, daß bei allen Notirungen nur der wirkliche Marktpreis sich ergiebt.

Freiherr **von Huene:** Ich glaube, wir haben durch den Schlußkurs eine Bereicherung unserer Kenntniß erfahren, da er bisher noch nicht hervorgetreten ist. Es ist festgestellt worden,

daß das weiter nichts ist, als ein Kurs, der nochmals gemacht wird für Geschäfte, welche sogleich mit dem Auftrage gegeben sind: „zum Schlußkurse“.

Sachs. **Salomon:** Doch nicht in diesem Falle allein, auch wenn keine gegeben sind.

Freiherr **von Huene:** Oder unmittelbar vorher.

Sachs. **Salomon:** Wenn ich Sie unterbrechen darf: die amtlichen Notizen registriren nur dasjenige, was zwischen 12 und 2 Uhr stattfindet, und da sie das thun und die Makler haftbar sind, so ist einem Jeden die Möglichkeit gegeben, der um 2 Uhr ein Geschäft ausführen will, den Makler zu beauftragen, zu diesem Kurse zu handeln.

Freiherr **von Huene:** Ich möchte nur noch eine Frage an den Herrn Sachverständigen gestatten. Es ist uns die Mittheilung gemacht worden, daß der Anfangskurs maßgebend sei für solche Aufträge, die bis zum Beginn der Börse eingetroffen sind, und da ist, glaube ich, in dieser Beziehung eine Differenz zwischen zwei Herren von den Sachverständigen, indem der eine Herr sagte: „für Alle“, und der andere sagte: „nein, bloß für die mit Limiten, während bei Aufträgen die „bestens“ aufgegeben sind, der Makler zu überlegen hat, ob der Anfangskurs ihm günstig genug erscheint, um das Geschäft zu machen. Er kann es auch später machen, wenn er der Ansicht ist, daß das Geschäft zum Anfangskurse nicht günstig genug ausgeführt wird. Ich hoffe, bei der weiteren Vernehmung der Sachverständigen wird sich die Sache aufklären.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich glaube, der Unterschied war nicht zwischen Limiten und „bestens“, sondern es wurde behauptet, daß die vor der Börsenzeit oder um 12 Uhr eingegangenen Aufträge, welche die Bestimmung hatten, zu Anfangskursen gehandelt zu werden, natürlich als solche gemacht werden müssen. Aber wenn die Aufträge bloß „bestens“ gemacht sind, der Makler nicht genöthigt wäre und nicht die Verpflichtung haben würde, zum Anfangskurse dieselben auszuführen.

Freiherr **von Huene:** Das ist selbstverständlich. Das habe ich gar nicht berührt. Es wurde gesagt, zum Anfangskurs werden gehandelt selbstverständlich alle Aufträge, bei denen das ausdrücklich gesagt ist, und dann alle mit Limiten. Die Limiten bleiben eben die Grundlage für den Anfangskurs. Die Differenz war die, welche ich vorher behauptet habe. Ich glaube, es war Herr Stadtrath Kämpf, der sich in diesem Sinne äußerte.

(Zurufe.)

Nein, es war keiner von den Herren der Börse, richtig, Herr Wiener von der Presse war's.

Sachs. **Salomon:** Ich glaube wohl, daß unser Vorsitzender Herr Stadtrath Kämpf meine Meinung vertreten haben wird. Ich weiß nicht, Herr Baron, ob Sie das Verhältniß zwischen Makler und Börsenauftraggeber oder zwischen Kommissionär und Kommittenten meinen.

Freiherr **von Huene:** Der Makler hat den Auftrag, „bestens“ zu verkaufen, über den Anfangskurs ist nichts gesagt, und es ist auch kein Limitum gestellt. Es ist nun die Frage, muß er das Geschäft zum Anfangskurse ausführen, oder ist das in sein Belieben gestellt?

Sachs. **Salomon:** Der Grundsatz steht fest, daß jeder Auftrag ohne Limitum so schnell wie möglich ausgeführt werden soll, und das involvirt, daß er zum ersten Kurse ausgeführt werden muß, wenn der Makler den Auftrag erhält, bevor der erste Kurs festgestellt wird. Er ist nach dem Gebrauch dafür haftbar, daß solcher Auftrag zum ersten Kurse ausgeführt wird.

Freiherr **von Huene**: Das stimmt mit den Ausführungen des Herrn Stadtrath Kämpf überein.

Sachv. **Salomon**: Dasselbe halten wir fest den Kommittenten gegenüber, abgesehen davon, wenn etwa ein Kommittent den Auftrag gegeben hat, nach Gutdünken oder nach Ermessen zu handeln. Es wird jeder Auftrag sofort ausgeführt, sobald etwas zu kaufen oder zu verkaufen möglich ist.

Vorsitzender: Der Herr Sachverständige sagte, daß, wenn dem Makler ein Auftrag nicht mit bestimmtem Limitum ertheilt ist, er warten könnte, bis ihm der Kurs günstig erscheint.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy**: Hier liegt noch, glaube ich, ein Mißverständniß vor. Es handelt sich nicht um den Makler, sondern um den Kommissionär, und ich vertrat die Ansicht, daß der Kommissionär allerdings meist wohl möglichst sofort ausführt, aber auch je nach Umständen handele. Er kann nicht bloß als Maschine fungiren, sondern wenn er glaubt, daß die Interessen seines Kommittenten besser gewahrt sind, wenn er mit der Ausführung wartet, z. B. bei großen Beträgen, wo der Kurs sonst leicht auf einmal in die Höhe schnellen könnte, so kann er dies thun und sukzessive vorgehen, natürlich wofern ihm nichts Gegentheiliges vorgeschrieben ist.

Vorsitzender: Das machen die Makler ebenso, wie die Kommissionäre?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy**: Nein doch nicht.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel**: Der Herr Sachverständige hat gesagt, ein Bankier würde den ersten Kurs nicht als verbindlich ansehen, wenn der Kommittent ihm gesagt hätte, er möge den Zeitraum nach seinem Ermessen wählen, und da ist der Ausdruck „bestens“ in diesem Sinne gedeutet worden, daß er besagt: „du sollst bestens bemüht sein, für mich zu sorgen“, und darin liegt der Auftrag, nach seinem Ermessen den geeignetsten Zeitpunkt zu wählen. So habe ich damals die Sache dargestellt.

Sachv. **Salomon**: Der technische Ausdruck „bestens“ bedeutet unbedingt sofort zu dem Kurse zu verkaufen, wie er ist. Bezüglich des Verhältnisses zwischen Kommittenten und Kommissionär treffen die allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen zu, welche den Kommissionär verpflichten und unter Umständen auch berechtigen, die Interessen seines Auftraggebers wahrzunehmen. Nach unserer Usance ist in den in Rede stehenden Fällen der Kommissionär verpflichtet, zum ersten Kurse die Aufträge auszuführen. Kann er nachher sich darüber ausweisen, daß er durch die Zögerung das Interesse seines Kommittenten wahrgenommen hat, daß er ihn effektiv dadurch vor Schaden behütet oder ihm Vortheile zugewandt hat, daß er als getreuer Kommissionär so hat handeln müssen, so werden ihm die allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen zu Hilfe kommen und ihm immer beistehen. Nach der Börsenusance würden wir a priori jeden Kommissionär verurtheilen, zum ersten Kurse auszuführen, falls er den Auftrag vor Feststellung desselben erhalten hat.

Freiherr **von Huene**: Es kann das eine sehr große Bedeutung haben für die Fälle, wo der Kommissionär als Selbstübernehmer auftritt — wir werden später noch zu dem Punkte kommen —, wo der Nachweis zu führen ist, daß er wirklich die Sache so günstig ausführte, wie es möglich war. Wenn bei großen Geschäften diese Usance festgehalten wird, so wird er nur dadurch gedeckt sein.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy**: Das bezieht sich nur auf das Geschäft zum ersten Kurs, und davon geht wohl Herr Freiherr von Huene aus.

Freiherr **von Huene**: Gewiß. Ich finde, ein großer Theil der Geschäfte wird gewissermaßen dadurch sicher gestellt,

wenn von allen Sachverständigen mitgetheilt worden ist, daß zum ersten Kurse bei Weitem die meisten Geschäfte gemacht werden.

Sachv. **Schindel:** Ich kann nur berichten, daß unsere Einrichtungen sehr abweichend von den hiesigen sind, aber doch den Verhältnissen ganz entsprechen. Ich glaube auch, daß, soweit ich es beurtheilen kann, die Einrichtungen, die hier an der Fondsbörse herrschen, wo der Fondsverkehr ein ungleich viel größerer ist als in Hamburg, für uns nicht passen würden, weil unser Verkehr ein unendlich viel kleinerer ist.

Bei uns werden keine Durchschnittskurse im Kurszettel notirt. Es werden von der Sachverständigenkommission für die verschiedenen Sorten Papiere die Makler bestimmt, welche die Notiz zu veranlassen haben, und es besteht weiter ein Ihnen schon bekanntes Regulativ für die notirenden Makler. Im Großen und Ganzen basirt das darauf, daß, wenn Abschlüsse, die an der Effektenbörse gemacht worden sind, den betreffenden Maklern aufgegeben sind, diese dafür zu sorgen haben, daß sie notirt werden.

Vorsitzender: Herr Hinrichsen hat sich darüber ausführlich ausgesprochen und das Verfahren in Hamburg für ein vollkommen befriedigendes erklärt.

Sachv. **Schindel:** Wir würden ein so komplizirtes Verfahren, wie es hier besteht, für unseren Platz nicht brauchen können.

Vorsitzender: Die eigentliche Feststellung der Kurse erfolgt auch am Schlusse der Börse?

Sachv. **Schindel:** Am Schlusse der Börse, und zwar bis 3 Uhr.

Vorsitzender: Es werden schriftliche Aufgaben gemacht?

Sachv. **Schindel:** Schriftliche Aufgaben, die den notirenden Maklern mit der Verantwortung dessen, der den Zettel einreicht, zu übergeben sind. In dem Fall, wo der Sachverständige Grund hat, anzunehmen, daß falsche Aufgaben gemacht sind, tritt natürlich eine Disziplinaruntersuchung ein.

Vorsitzender: Wie lautet denn wörtlich die Notiz, beispielsweise bei Packetfahrtaktien?

Sachv. **Schindel:** Da können manchmal fünf bis sechs Kurse notirt sein, je nachdem diese Aktien im Laufe der Börse gehandelt sind.

Vorsitzender: Das nähert sich dem Verfahren in New-York, wo bei jedem Kurs notirt wird, wie viel zu dem Kurs gehandelt wurde.

Sachv. **Schindel:** Das ist bei uns insofern üblich, als, wenn es eine ganze Kleinigkeit ist, dabei geschrieben wird: Kl. oder sonst etwas, damit man sieht, daß dem nicht viel Gewicht beizumessen ist.

Vorsitzender: Findet dasselbe Verfahren ebenso beim Waarenverkehr in Hamburg statt?

Sachv. **Schindel:** Darüber kann ich keine genaue Auskunft geben.

Sachv. **Schroeter:** In Königsberg erfolgt die Notirung der Kurse durch die Makler im Beisein des Kommissars der Kaufmannschaft sowohl für den Effektenkurs, wie für die Produktenbörse. Da handelt es sich mit Ausnahme von Spiritus nur um Lokonotizen. Es ist kein Uebelstand hervorgetreten. Die Geschäfte sind bei uns auch nur klein.

Vorsitzender: Einen Einheitskurs haben Sie auch nicht?

Sachv. **Schroeter:** Wir haben nur die effektiv bezahlten Kurse, wie in Hamburg.

Vorsitzender: Geben Sie auch alle Tage ein Kursblatt heraus?

Sachv. **Schroeter:** Ja, das kommt alle Tage heraus.

Sachv. **Finck:** Wir haben an unserer Börse ein von dem hiesigen ganz verschiedenes Verfahren, was durch den erheblich kleineren Umsatz bedingt ist, und ich halte dasselbe für vollständig zweckentsprechend. Die Makler ziehen sich zu einer bestimmten Stunde unter der Aufsicht eines Kommissars zurück und stellen für jedes einzelne Papier, je nach Angebot und Nachfrage, den Preis fest. Sie sind verpflichtet, unter einander die Geschäfte abzuschließen, so daß ein absolut korrekter Kurs zum Vorschein kommt. Das ist im Kassageschäft. Für Zeitgeschäfte wird jeder einzelne Kurs notirt, welcher sofort mitgetheilt und durch die vereideten Sensale bei der Notirung angegeben wird, und die Notirungsweise geht so weit, daß selbst bei einer einzelnen Aktie, die etwa gehandelt wird, die Notiz: „etwas bezahlt“ gemacht wird.

Vorsitzender: Beim Kassageschäft haben Sie auch keine Einheitskurse?

Sachv. **Finck:** Es ergiebt sich meist nur ein einziger Kurs. Dieser wird aber dadurch festgestellt, daß die vorliegenden Verkaufs- oder Ankaufsaufträge zusammengestellt und gegenseitig kompensirt werden mit der höchsten sich ergebenden Summe. Dadurch wird ein ganz korrekter Kurs herbeigeführt.

Freiherr **von Huene:** Jedes dieser einzelnen Geschäfte, die notirt sind, ist doch thatsächlich gemacht, ehe der Kurs festgestellt wird, nicht wahr? Macht nun jedes einzelne Geschäft seinen Kurs für sich, oder haben sie eine Anmeldung, wie in Berlin, und wird dabei angegeben, zu welchem Kurse die Geschäfte gemacht werden sollen?

Sachv. **Finck:** Bei uns giebt es, wie ich eben bemerkt habe, eine Anmeldung nicht. Die vereideten Sensale ziehen sich in ihr Zimmer zurück, wobei kein Kontrahent zugegen sein darf, denn der würde seine Wissenschaft benutzen und zu seinem Vortheil verwerthen können. Die Aufträge müssen rechtzeitig in den Händen der Sensale sein und mit Beginn der Notirungszeit werden die einzelnen Kurse des Tages bestimmt.

Freiherr **von Huene:** Das ist ähnlich wie in Berlin, bloß daß Ihr Verfahren mehr rechnerisch ist, während dort die Prüfung von Angebot und Nachfrage unter Würdigung der ganzen Geschäftslage in Folge der größeren Verhältnisse eine eingehende ist.

Sachv. **Finck:** Ich halte aber für unsere verhältnißmäßig kleinen Verhältnisse das Verfahren für ein vollkommen genügendes und zweckentsprechendes.

Sachv. **Metzler:** Ich glaube, daß bei uns in Frankfurt die Verhältnisse thatsächlich so sind, wie hier in Berlin, was die Feststellung der Kurse anbelangt. Ich glaube nicht, daß ich irgend welche Verbesserungen vorzuschlagen habe. Wir haben 80 vereidigte Makler, die bei der Feststellung der Kurse mitwirken, wodurch schon an sich eine gewisse Oeffentlichkeit geschaffen ist, so daß ich glaube, daß wir dieses System beibehalten können.

Vorsitzender: Die Herren von Guaita und Baer haben sich auch für einen Durchschnittskurs ausgesprochen.

Sachv. **Metzler:** Der Durchschnittskurs wird durch den ersten und letzten Kurs resp. durch die überhaupt notirten Kurse bedingt. Wir haben auch Aufträge, die wir zum Durchschnittskurse ausführen. Wir können Aufträge ausführen zum ersten Kurse, zum Durchschnittskurse, oder zu einem uns gegebenen Limit.

Freiherr **von Huene:** Werden nicht außer diesen Fällen noch einzelne Geschäfte zu den Kursen abgeschlossen, die für das einzelne Geschäft verabredet werden? Der Durchschnittskurs ist doch bloß rechnerisch und existirt nur für diejenigen Aufträge, die mit diesem Limitum gegeben werden. Das ist doch etwas Anderes wie in Berlin, etwas Anderes als der Einheitskurs, wie er in Berlin für alle Kassageschäfte existirt. Neben dem Einheitskurs ist aber auch ein Anfangskurs da, und einzelne Geschäfte können auch zu anderen Kursen gemacht werden.

Vorsitzender: Beim Durchschnittskurse kommen die beiderseitigen Limiten in Betracht. Daraus entwickelt sich der Durchschnittskurs.

Sachv. **Metzler:** Allerdings ergiebt sich aus den Limiten der Durchschnittskurs.

Vorsitzender: Wir würden nunmehr mit Frage 10 fertig sein und kommen zur Frage 11, „ob sich die Einführung einer einheitlichen Kurs- und Preisnotirung für sämmtliche deutsche Börsen empfiehlt.

Sachv. **Salomon:** Es existiren allerdings verschiedene Abweichungen in der Art und Weise, wie an den einzelnen Börsen die Kurse notirt werden, und ich muß sagen, daß ich es für einen würdigeren Zustand halten würde, wenn gleichmäßiger notirt würde, auf die Gefahr hin, daß vielleicht die Herren Kollegen von den Provinzialbörsen mir in dieser Beziehung nicht zuzustimmen vermögen. Aber wünschenswerth wäre es immerhin; denn es giebt zu gewissen Irrthümern Veranlassung, wenn die Leute beispielsweise jeden Abend in Hamburg den Laurakurs 1 Prozent niedriger sehen, wie in Berlin, und nicht wissen, daß in Hamburg 5 Prozent, in Berlin 4 Prozent Stückzinsen gerechnet werden. Es ist nur zu erörtern, wer dies bestimmen soll, ob man der Berliner Börse die Oberhand insofern einräumen sollte, daß man das Verfahren an derselben als maßgebend hinstellen sollte, oder ob man anders verfahren will; an sich ist das ein nicht sehr wesentlicher Punkt.

Vorsitzender: Das wäre eine andere Frage. Sie halten es also für wünschenswerth und für einen würdigeren Zustand, wie Sie sagten, wenn die Verschiedenheit beseitigt würde? Ich erinnere namentlich an die verschiedenen Methoden, welche bei der Umrechnung fremder Valuten stattfinden.

Sachv. **Schinckel:** Ich nehme an, daß sich diese Frage nicht auf die Art der Kursfeststellung, sondern vielmehr auf die Usancen beziehen soll, und ich würde nichts gegen eine Einheitlichkeit haben, so daß überall fremde Valuten z. B. zu demselben Kurse umgerechnet werden. Wie es gemacht werden soll, weiß ich nicht recht, aber wenn es sich machen ließe, würde ich es für richtig finden.

Sachv. **Schroeter:** Königsberg hat sich bereits der Berliner Praxis angeschlossen.

Vorsitzender: Sie würden also für Einheitlichkeit in ganz Deutschland sein?

Sachv. **Schroeter:** Jawohl.

Sachv. **Finck:** Ich würde es auch für wünschenswerth halten, und ich kann hinzufügen, daß dieser Antrag gerade in München schon vor Jahren in einer Generalversammlung unseres Vereins beschlossen worden ist. Wir haben uns zunächst an das Aeltestenkollegium in Berlin gewendet, welches diese Frage sehr freundlich aufnahm und versicherte, was in seiner Macht liege, herbeiführen zu wollen. Wir haben leider später ein Schreiben erhalten, wonach sowohl die Hamburger als auch die Frankfurter Börse hiergegen entschiedene Einwendungen erhoben haben, und so konnte es nicht durchgeführt

werden. Wir haben das sehr bedauert, denn es wäre eine große Verbesserung gewesen. Wir müssen jetzt immer umrechnen und vergleichen. Wir haben einheitliches Maß, einheitliches Gewicht, einheitliche Münzen. Würde es nicht im Interesse Aller liegen, in einer so einfachen Frage auch gleichmäßig vorzugehen?

Sachv. **Metzler:** Ich möchte mich im Prinzip für die Bejahung der Frage aussprechen. Ich habe aber dabei doch Bedenken. Ich wünschte, daß die Notirungen, die wir jetzt in Frankfurt abweichend von der Berliner Börse haben, doch im Interesse des Platzes erhalten blieben. Ich muß mit Bedauern bekennen, daß die Frankfurter Börse durch die Natur der Verhältnisse ganz enorm zurückgegangen ist, was nicht zu verhindern ist, da Berlin wie ein großer Schwamm Alles aufsaugt, was in sein Bereich kommt.

(Heiterkeit.)

Aber ich möchte deshalb eine gewisse, wie soll ich sagen, Spezialität erhalten sehen, da sich die süddeutsche Kundschaft an die Notirungen in Frankfurt gewöhnt hat; diese würde sonst vielleicht an Frankfurt vorbei direkt nach Berlin gehen, was ja heut schon leider naturgemäß sehr viele thun. Ich möchte aber gleichzeitig, da ich das Prinzip anerkenne, glauben, daß es sich empfehlen würde, für die weiteren Notirungen, überhaupt für Alles, was neu kommt, dem Beispiel Berlins zu folgen.

Vorsitzender: Bei Ihrem Vorschlage würden immer noch starke Ungleichheiten bleiben.

Sachv. **Finck:** Ich wollte mir nur erlauben, Herrn Metzler zu erwidern, daß er im Irrthum ist, wenn er glaubt, daß durch eine solche Maßregel dem Frankfurter Platz Aufträge entzogen werden würden; ich bin gegentheiliger Ansicht; ich bin der Meinung, daß ihm gerade durch das jetzige Verfahren viel verloren geht. Ich habe mit vielen Herren von der Frankfurter Börse gesprochen und sie zu überzeugen gesucht, daß es dem Frankfurter Platz entschiedenen Nutzen bringen wird, wenn er sich hier anschließt.

Vorsitzender: Die früher gehörten Sachverständigen waren verschiedener Ansicht. Herr von Guaita wünschte die Einheit, Herr Baer wollte die bisherigen Zustände erhalten sehen, ebenso Heer Favreau aus Leipzig, auch ein Sachverständiger aus Breslau war für die Beibehaltung; die Mehrzahl aber hat sich für eine Einheitlichkeit ausgesprochen.

Sachv. **Metzler:** Was den Kollegen von Guaita anlangt, so hat er wohl, wie ich dies auch thue, die Frage prinzipiell bejaht.

Geheimer Ober-Regierungrath **Gamp:** Ich wollte nur darauf aufmerksam machen, daß der Weg der Verhandlung bereits eingeschlagen ist, jedoch zu einem Ergebniß nicht geführt hat, und daß ich mir die Erreichung einheitlicher Grundsätze auf anderem Wege als durch den Eingriff irgend einer Reichsinstanz nicht gut denken kann. Dabei werden selbstverständlich die Interessen der einzelnen Plätze zu berücksichtigen sein. Ich kann mir sogar denken, daß die Frankfurter Einrichtungen unter Umständen in gewisser Beziehung besser sein können als die hiesigen. Ich habe aber aus den bisherigen Verhandlungen keinen Weg entnehmen können, welchen die Herren Sachverständigen zur Erreichung des auch von ihnen gewollten Ziels für zweckmäßig erachtet haben.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es entsteht hier eine ganz interessante Frage, wenn man sich darüber einigt, daß überall gleich notirt werden soll. Nehmen wir z. B. an, daß es sich ereignet, wie neulich bei den Portugiesen, daß der Kupon nicht bezahlt wird, und sich nun die Frage ergiebt, wie sollen künftig diese Papiere notirt werden, mit Kupon

oder ohne Kupon, respektive auf zwei Arten, die einen mit, die anderen ohne Kupon? Hierbei würde auch maßgebend sein, wie sich der Pariser und der Londoner Platz dazu stellt. Wo ist nun der Punkt, an dem die Frage entschieden wird?

Sachv. **Metzler:** Ich möchte dazu bemerken, daß wir in der Frankfurter Handelskammer auf dem Standpunkte stehen, daß wir uns sehr gern in Berlin informiren, was wir zu thun haben, um in gleicher Weise, wie in Berlin, die Notirung zu haben.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Da vermuthlich die Börsenvorstände nicht wünschen werden, daß die Sache durch eine Reichsbehörde entschieden wird, so möchte ich die Herren Sachverständigen fragen, ob sie, um aus diesem Dilemma herauszukommen, vielleicht dafür plädiren wollen, daß die deutschen Fondsbörsen unter sich zu diesem Behufe eine Art Gemeinschaft bilden sollen, in welcher Gemeinschaft alsdann per majora entschieden wird.

Vorsitzender: Sollte dies nicht möglich sein?

Sachv. **Salaman:** Ich habe vorhin darauf aufmerksam gemacht und die Ansicht ausgesprochen, daß durch ein Gremium, durch eine Zusammenkunft von Deputationen der einzelnen Börsen die Sache wohl zu erledigen wäre; ich habe mir die Sache nicht so im Einzelnen zurechtgelegt, es scheint mir aber sehr wohl, daß wir die staatlichen Behörden hier entbehren können. Ich glaube, wir werden einen Ausgleich mit aller Leichtigkeit finden, und es wäre überhaupt an sich schon wünschenswerth, wenn dadurch ein engerer Konnex zwischen den verschiedenen Handelskammern herbeigeführt werden würde.

Vorsitzender: Wir kämen dann, da Nummer 12 vorläufig ausscheidet, zu Nummer 13, ob dafür zu sorgen ist, „daß die bei der Feststellung der Kurse mitwirkenden Makler von der Betheiligung an den zu Grunde liegenden Geschäften fern gehalten werden.“ Es ist dies eine schwierige Frage des Maklerwesens.

Sachv. **Salaman:** Ich halte diesen Punkt für einen der allerwichtigsten und dringendsten, insofern als es sich um gesetzliche Bestimmungen handelt, deren praktische Durchführbarkeit sich in der That als unmöglich erwiesen hat. Ich halte in erster Linie ein öffentliches Interesse dafür vorliegend, daß ein Mittelkurs, zu dem gekauft und verkauft werden kann, ermittelt wird, wie er thatsächlich existirt, und zwar unter Mitwirkung derjenigen, die sich täglich mit dem Handel beschäftigen, und denen die Möglichkeit gegeben ist, dafür zu sorgen, daß nicht durch allzugroßes Ueberwiegen von Angebot oder Nachfrage an einem Tage der Kurs beeinflußt wird. Ich bin der Meinung, daß das Institut der vereideten Makler ein gutes ist, und daß aus öffentlichem Interesse den Maklern die Berechtigung ertheilt werden müßte, eigene Geschäfte zu machen, und zwar unter folgenden Kautelen: ich würde sie bei der allerstrengsten Strafe verpflichten, bei den Geschäften, welche sie selbst übernehmen, oder wo sie selbst als Käufer oder Verkäufer eintreten, auch, wenn sie Strohmännner vorschieben, in der Schlußnote einen Vermerk hinzuzufügen: „eigene Uebernahme“ oder „eigene Lieferung“, also das „an Aufgabe“ würde wegfallen müssen, das würde ich verbieten. Der Makler muß erklären, ich habe es genommen oder gegeben. Das Interesse des Handels und Verkehrs erfordert es, daß der Makler gezwungen ist, Bürgschaft für die richtige Ausführung seiner Aufträge zu leisten, und da sich die Reklamation immer erst des Nachmittags oder am folgenden Tage, wenn der Schlußschein vorliegt, herausstellt, so ist der Makler gelegentlich in die Selbstannahme hineingezwungen. Außerdem müßte der Makler ein eigenes Geschäftsbuch führen, welches die Börsenvorstände einsehen können, und, das möchte ich nur eventualiter andeuten, er könnte vielleicht gezwungen

werden, den Ueberschuß aber das, was fehlt, in irgend einer Weise — unter Zuhilfenahme von Börsensekretären, die ihm in ausreichender Weise zur Verfügung gestellt werden müßten, der Oeffentlichkeit mitzutheilen, indem er z. B. mittheilte, es sind noch 5000 übrig zu dem und dem Kurse. Wenn sich in einer Viertelstunde keiner meldet, kann er berechtigt sein, es zu übernehmen; melden sich mehrere, dann würde er es versteigern; indeß ich will nicht detaillirt eingehen, ich will es nur eventualiter anführen.

Vorsitzender: Sie würden das doch wohl immer davon abhängig machen, daß er zuerst anbietet?

Sachv. **Saloman:** Das gebe ich anheim. Wenn man das „Selbstkontrahiren des Maklers“ für bedenklich hielte, könnten noch weitere Kautelen geschaffen werden. Ich glaube aber, daß ausreichen würde, wenn der Makler bei strenger Strafe verpflichtet wäre, seine Eigenschaft als Selbstkontrahent in der Schlußnote anzugeben. Das führt dahin, daß die Börsenvorstände Kenntniß davon erhalten, ob und welche Geschäfte von ihm gemacht sind. Wir sind dann sehr leicht in der Lage, zu wissen, ob er sie macht, um sich zu bereichern, aber im Interesse des Auftraggebers, ob er die Kurse nicht zu seinen Gunsten beeinflußt hat. Das können wir sehr gut beurtheilen.

Wir haben, wenn auch sonst uns noch mehr Disziplinargewalt zugewendet werden könnte, namentlich eine ganz bedeutende Disziplinargewalt in Bezug auf die Zutheilung der Papiere, und diejenigen Makler, die sich nicht gut führen, über welche Beschwerden einlaufen, daß sie lange Zeit hintereinander immer Selbstkontrahenten gewesen sind, können wir dadurch bestrafen, daß wir ihnen andere weniger einträgliche Papiere geben, also etwa eine Art Strafversetzung nach Lyck in unserem Sinn.

Vorsitzender: Ein streitiger Punkt ist auch, ob diese Theilung in Gruppen sich bewährt.

Das Verbot, als Selbstkontrahent einzutreten, ist also auch nach Ihrer Meinung in der Praxis nicht durchführbar?

Sachv. **Saloman:** Eine große Zahl von Maklern sind gezwungen, selbst einzutreten. Es ist ja bekannt, daß, sobald das offiziell und glaubhaft zur Kenntniß der Börsenbehörde kommt, es der Staatsanwaltschaft angezeigt wird, aber in den meisten Fällen kommt es nicht zur Anzeige.

Die Makler, welche selbst übernehmen, sind vielfach nicht vorwärts gekommen, sie sind sehr häufig hineingefallen, beispielsweise will ich auf einen Fall hinweisen. Einen Tag, bevor die Pommersche Ritterschaftsbank stürzte, hatte ein Makler bedeutende Verkaufsaufträge bekommen. Er dachte Wunder, was für einen Vortheil er habe, als er die Aktien etwa 10 Prozent niedriger für einen Verwandten kaufte. Am anderen Tage waren sie werthlos. Man kann also nicht sagen, daß der Makler nicht auch seine Haut zu Markte trägt, und ich glaube, daß mein Vorschlag in dieser Beziehung das Richtige trifft. Das Institut der vereideten Makler an sich halte ich für ein sehr nützliches, ersprießliches und gut fungirendes, vor Allem aber das öffentliche Interesse sicherndes.

Vorsitzender: Die Gruppeneintheilung erleichtert allerdings die Beeinflussung des Kurses bei einzelnen Papieren; wenn man allen Maklern gestattete, in allen Papieren zu handeln, würde es schwerer sein. Nun ist aber die Meinung ausgesprochen worden, der Umfang des Geschäftes habe diese Arbeitstheilung nöthig gemacht.

Sachv. **Saloman:** Es handelt sich um 1300 bis 1400 Papiere, es liegt nahe, daß man die nicht allen Maklern einräumen kann. Der Zeitraum für die Ermittlung der Kassakurse liegt zwischen $^1/_2 2$ und 2, der ist ja außerordentlich kurz

bemessen, daß man unmöglich zu einer Ermittlung gelangen könnte, wenn man nicht eben in der Weise es eingerichtet hätte. Daß wir aber in so kurzer Zeit die Kurse fixiren, ist ein dringendes Interesse für unseren Verkehr, namentlich für die Arbitrage. Wir haben täglich in unseren eigenen Papieren, z. B. in Reichsanleihe, vom Ausland Aufträge, und diese würden wir nicht haben können und für den auswärtigen Auftraggeber nicht ausführen können, wenn wir nicht um 2 oder 2¼ Uhr die Ausführung hätten; wir würden sonst den Auftraggeber nicht benachrichtigen können, der z. B. in London wohnt.

Alles das läßt sich meines Erachtens nur durch die Gruppeneintheilung erreichen. Außerdem ergiebt sich dadurch, daß wir kaufmännisch gebildete vereidete Makler anstellen, gewissermaßen die Verpflichtung, ihnen Brod zuzuweisen und in gleichmäßiger Weise zuzuweisen, sie unter Kontrole zu halten, und wir können auch Strafen verhängen, die, wie ich vorhin andeutete, den Makler in empfindlichster Weise in seinem Erwerb treffen. Wenn er sich gut führt, erhält er eine Belohnung, indem man ihm bessere Papiere zuweist und sie ihm wieder wegnimmt im Fall, daß er sich weniger gut führt. Aus allen diesen Gründen halte ich die Gruppeneintheilung der vereideten Makler für unentbehrlich.

Vorsitzender: Ist denn ein Exklusivrecht zu diesem Zwecke nöthig? Würde es nicht statthaft sein, daß, wenn ein anderer Makler zufällig in einem Papier vermittelt hätte, was ihm nicht zugewiesen ist, eine Anmeldung bei dem stattfinden muß, dem das Papier zugewiesen ist? Würde darin nicht eine Garantie liegen?

Sachv. **Salomon:** Es handelt sich bei der Gegenüberstellung von Angebot und Nachfrage darum, den richtigen Kurs zu ermitteln. Die Erfahrung lehrt, daß, wenn wir auch nur drei Makler haben, die Sache sich außerordentlich verzögert, daß wir ungefähr die halbe Zeit mehr brauchen und die Schwierigkeiten sich außerordentlich häufen. Wenn nun gar erst von einer größeren Anzahl die Rede wäre, würde es noch viel schlimmer werden, außerdem bildet sich auch im Interesse des Verkehrs ein Verhältniß in der Weise heraus, daß der Makler, der in einem Papier handelt, diejenigen Personen kennt, welche sich dafür interessiren, und in der Lage ist, die Aufträge besser auszuführen. Nur dem Makler in der betreffenden Gruppe ist bekannt, wann der Kurs herabgesetzt wird, wo er Käufer oder umgekehrt wo er Verkäufer findet. Er kann dann die Betreffenden benachrichtigen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige hat es zwar nicht ausdrücklich ausgesprochen, aber es ging aus seinen Ausführungen hervor, daß er die Uebernahme von Geschäften seitens der vereideten Makler als Ausnahme ansieht und nur in ganz bestimmten Fällen dieses gestatten wollte. Ich nehme an, daß das Buch, das er einführen will, zu dem Zweck eingeführt werden soll, um eine Kontrole darüber auszuüben, ob der vereidigte Makler über diese Grenze hinaus Geschäfte macht, um dann gegen denselben disziplinarisch vorzugehen. Sein Vorschlag, daß der Makler verpflichtet sein soll, eigene Geschäfte einzutragen und anzuzeigen, ist früher schon von mir gemacht worden, stieß jedoch damals auf Widerspruch einiger der Herren Sachverständigen.

Ich hätte es deshalb sachlich für erwünscht erachtet, wenn mit Rücksicht auf die Bedeutung der Sache der Herr Sachverständige geneigt gewesen wäre, mit ein paar Worten über die praktische Durchführbarkeit seines Vorschlags sich zu äußern.

Ich wollte dann noch ein paar Punkte berühren. Zunächst wollte ich fragen, ob es nicht zweckmäßig wäre, die Zahl der vereidigten Makler zu vermehren, und zwar zu dem Zweck, um tüchtige unvereidete Makler mehr in das Geschäft hineinzubringen, und auch diesen eine Mitwirkung bei der Kursnotierung zu

sichern. Der Herr Sachverständige wird mir voraussichtlich das Bedenken entgegenhalten, was er eben schon erwähnt hat, daß schon drei Makler in einer Gruppe die Notirung verzögern. Ja, ich muß sagen, wenn das der Fall ist, so kann ich doch diese Verzögerung nur darin erblicken, daß Meinungsverschiedenheiten zwischen den einzelnen Maklern über die etwa zu notirenden Kurse entstehen, und wenn das der Fall ist, so scheint mir das dafür zu sprechen, daß die vereideten Makler vermehrt werden, um eine größere Garantie für einen richtigen Kurs zu haben; denn das scheint mir doch die Hauptsache zu sein, daß die notirten Kurse richtig sind und daß dem gegenüber der Gesichtspunkt der schnellen Kursnotirung in den Hintergrund zu treten hat. Vielleicht ließe sich dieses dadurch erreichen, daß man die Börsenzeit etwas veränderte, sie um ½12 Uhr beginnen ließe und in Folge dessen etwas länger Zeit gewinnen würde.

Ich würde es für zweckmäßig halten, aus den unvereidigten Maklern dauernd das beste Material zu den vereidigten herüberzunehmen, sie vielleicht auch nur auf eine bestimmte Reihe von Jahren von vornherein anzustellen, um eine schärfere Disziplin ausüben zu können, um die Beeinflussung der Kurse, die ja vorkommt, schärfer ahnden zu können. Also meine Anregungen, über die ich mir von dem Herrn Sachverständigen Auskunft erbitten möchte, gehen dahin: erstens, die Zahl der vereideten Makler wesentlich zu vermehren, und zwar dergestalt, daß die vereidigten Makler aus den tüchtigsten Kreisen der unvereideten bestellt werden; zweitens, ob es nicht berechtigt und zweckmäßig wäre, eine Berufung der Makler auf Zeit eintreten zu lassen, vielleicht auf drei Jahre, nach deren Ablauf eine neue Berufung zu erfolgen hätte, um auf diese Weise eine schärfere Kontrole und eine dauernde Aufsicht herbeizuführen.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte darauf Folgendes erwidern. Also zunächst den Eventualvorschlag, den ich gemacht habe bezüglich der Ausbietung desjenigen, was übrig bleibt, so muß ich anerkennen, daß hier erhebliche Schwierigkeiten vorliegen, aber technisch wäre die Sache unter Zuhilfenahme eines größeren Börsenpersonals ausführbar Man könnte innerhalb der einzelnen Gruppen je einen Sekretär anstellen, der das Betreffende anschreibt, und dadurch würde sich zugleich eine Kontrole des Maklerbuches für den Börsenvorstand ergeben, der davon Notiz nimmt. Ich will diese Kautel auch schaffen, da es sich um Angestellte, um vereidete Beamte handelt, die wir schützen wollen vor dem vielfach erhobenen Vorwurf der Unehrlichkeit. Es giebt viel mehr ehrliche Makler, als man in der Oeffentlichkeit glaubt.

Also diese Gelegenheit wollen wir den Leuten geben, indem bekannt gemacht wird, es hat sich keiner gemeldet, die Sache ist versteigert worden u. s. w. Es würde das die Bureauarbeit erhöhen, aber auch beweisen, daß die Börsenvorstände bereit sind, solche Kautelen zu schaffen, die nur irgendwie erwünscht sein können.

Bezüglich der Verlängerung der Börsenzeit möchte ich sagen, daß diese unzulässig wäre, einmal aus Verkehrs- und dann aus gesundheitlichen Rücksichten. Ein Theil unserer Makler sind vollständig nerveninvalide, und zwar durch die außerordentlichen Anstrengungen, die ständige Aufmerksamkeit, zu der schließlich noch die Haftbarkeit hinzukommt. Die Leute sind meist außerordentlich überanstrengt, und ferner sind die Geschäfte keineswegs so vorzüglich, daß man eine Vermehrung eintreten lassen könnte. Wir haben das im Kommissariat des Oefteren erwogen, und ich bin in letzterer Zeit noch in einer Spezialkommission gewesen, wo ich Einsicht in die Einkommensverhältnisse der Makler genommen habe.

Die hohe Kommission würde erstaunt sein, wenn sie von dem Einkommen der Makler hörte. Wir haben konstatirt, daß Einzelne vielleicht zeitweise nur 200 bis 300 Mark monatlich

haben, also eigentlich ein bischen wenig im Verhältniß zu dem, was sie als ältere verheirathete Leute brauchen, die sich so anstrengen müssen, Beamtenqualität haben und haftbar sind, um so mehr als der Makler niemals sicher ist, ob er nicht noch weniger haben kann.

Ihnen diesen schmalen Verdienst zu beschränken, indem man die Zahl vermehrt, halte ich nicht für angebracht. Was ich vorhin erwähnte, ist nicht einmal das Minimum, andere haben nachgewiesen, daß sie nur 150 Mark monatlich zeitweise verdienen.

Eine Anstellung auf kurze Zeit, etwa auf drei Jahre, würde ich nicht billigen, denn wer diesen Beruf ergreift, es sind meist frühere Kaufleute, giebt seine frühere Existenz auf, er scheidet aus seinen Geschäftsverbindungen aus, und man kann ihm nicht zumuthen, daß er sich dem aussetzen soll, nach drei Jahren wieder an die Luft gesetzt zu werden und sich als älterer Mann einen neuen Beruf zu wählen. Die Makler haben ihre Gehilfen, die ihnen gestattet sind, die an der Kursfestsetzung nicht theilnehmen, sie aber eventuell vertreten, und zwar auf Verfügung der vorgesetzten Behörde bei der Kursfestsetzung. Aus diesen Substituten rekrutirt sich das Sachverständigenmaterial des Verkehrs, und beim Ausscheiden eines Maklers werden hieraus zum Theil die Ergänzungen vorgenommen. Man muß immer darauf Bedacht nehmen, solvente, ehrenhafte, tüchtige und zuverlässige Leute zu haben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich glaube, daß der Herr Sachverständige mich in einigen Punkten mißverstanden hat. Eine Verlängerung der Börsenzeit habe ich nicht befürwortet, ich habe nur gesagt, wenn es darauf ankommt, das eben zu einer ganz bestimmten Stunde eintreten zu lassen mit Rücksicht auf die internationalen Geschäftsverbindungen, dann ließe es sich so und so machen. Deshalb tritt keine Verlängerung ein, denn wenn die Makler, die jetzt in einer Viertelstunde den Kurs feststellen, dann eine halbe oder drei Viertelstunden brauchen, so würde ihre Thätigkeit keine längere sein, wenigstens nicht in der aufreibenden Beschäftigung, die Kurse entgegenzunehmen. Ich habe den Vorschlag der Vermehrung der Makler keineswegs deshalb gemacht, um die Einnahmen der Makler zu beschränken, ich bin aber der Ansicht, daß diese Frage ganz unerheblich ist, da es die Aeltesten in der Hand haben, durch Zutheilung von Papieren denjenigen Maklern aufzuhelfen, die sich schlecht stehen. Ich bin auch der Ansicht, daß es im Großen und Ganzen keine Geschäftseinbuße sein würde, denn es wurde mir von vielen Seiten gesagt, die vereideten Makler hätten sehr unter der Konkurrenz der unvereidigten zu leiden, und es seien hier häufig die tüchtigsten und geschäftserfahrensten Elemente vertreten, und die nehmen ihnen das Brod.

Nun liegt der Gedanke sehr nahe, daß man die tüchtigsten unvereideten Makler zu vereidigten mache, um auf diese Weise dafür zu sorgen, daß die Geschäfte, welche die zuverlässigsten Privatmakler abschließen, bei der Kursfeststellung mitwirken, denn das wird der Herr Sachverständige vielleicht auch als Uebelstand, vielleicht als einen unvermeidlichen, ansehen, daß die Kurse, wie sie jetzt festgestellt sind, doch nur ausnahmsweise das ganze Material berücksichtigen. Ich weiß sehr wohl, daß dem Makler und dem Börsenkommissar die Pflicht obliegt, die Lage des Geschäftes zu berücksichtigen, aber andererseits liegt das gerade mit Rücksicht auf die möglichste Schnelligkeit der Kursfeststellung außer dem Bereich der Möglichkeit, daß der vereidete Makler in jedem einzelnen Fall feststellt, welche Geschäfte auf dem Privatmarkt abgeschlossen sind. Das wird nur ausnahmsweise der Fall sein, wo erhebliche Kursdifferenzen vorliegen. Also ich möchte glauben, daß der Herr Sachverständige die Gründe, die mich veranlaßt haben, zu dieser Anregung nicht gewürdigt hat, und daß seine Bedenken im Wesentlichen dadurch ihre Erledigung finden würden.

Sachv. **Salomon:** Was Herr Geheimrath Gamp anführte in Bezug auf die Umsätze der unvereideten Makler, die nicht berücksichtigt werden, kann sich nur auf Zeitgeschäfte beziehen. Es giebt übrigens eine große Zahl von unvereideten Maklern, die sich sehr bedanken, vereidete zu werden, die bedeutend besser dastehen, die unseren Vorschriften nicht unterworfen sind und theils als Bankiers, theils als Makler selbstständige Kaufleute sind, die auftreten, wie sie wollen.

Bezüglich der Kassageschäfte findet eine Konkurrenz der unvereideten Makler in sehr erheblichem Maße statt und wird den vereideten das Brod fortgenommen, und nicht allein dadurch, sondern in vielen Fällen finden sich Käufer und Verkäufer direkt zusammen, um die erheblichen Courtagegebühren zu sparen. Da würde eine Abhilfe durch die Heranziehung der unvereideten Makler nicht geschaffen werden können, außerdem würden sich, wenn die von Ihnen erwähnten unvereideten Makler zu vereideten gemacht werden und diesen dadurch vielleicht Vortheite zugewendet werden, sich wieder unvereidete finden, die gleiche Ansprüche stellen, und ich weiß nicht, wo die Grenze gefunden werden soll in Bezug auf die Anstellung. Für die Bewältigung des augenblicklichen Verkehrs haben wir genügend Makler, und wir haben kaum, um den bedrängten Makler in eine bessere Lage zu versetzen, so viel Gruppen gewinnbringender Papiere zur Verfügung, daß wir ihnen solche überweisen könnten. In vielen Fällen wird es besondere Schwierigkeiten haben, eine Gruppe zu finden, die gerade viel Einnahmen hat, das wechselt, je nachdem sich das öffentliche Interesse diesem oder jenem Papier zuwendet, und nun ist es schwer, der einen Gruppe Papiere wegzunehmen, die man der anderen zuweist. Aus allen diesen Gründen bin ich der Meinung, daß der bestehende Zustand richtig ist und jedenfalls eine Veränderung nicht eintreten sollte.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Der Herr Sachverständige hat die Nothwendigkeit, daß die vereideten Makler für eigene Rechnung eintreten können, wenn sie zunächst keinen Hintermann haben, als eine Ausnahme betont und auch Mittel vorgeschlagen, um die Innehaltung dieser Ausnahme zu kontroliren. Es ist auch von ihm der weitere Fall einer Nothwendigkeit, für die Erfüllung des Geschäftes einzutreten oder die Bürgschaft zu übernehmen, betont worden. Ich habe nun nicht gehört, wie er sich hier zu der Frage, ob Regel oder Ausnahme, stellt. Geht der Herr Sachverständige hier von der Meinung aus, daß vermöge des Ansinnens des Publikums der Makler allemal oder in der Regel das thun muß, oder nimmt er auch hier nur die Nothwendigkeit ausnahmsweise an? Soll die Innehaltung eines derartigen procedere als Ausnahme konstruirt werden, oder soll es nichts Anderes geben als eine Kontrole nach der Richtung hin, daß der Makler nicht etwa zahlungsunfähige Hintermänner hat?

Sachv. **Salomon:** An letzteren Fall habe ich nicht gedacht, und der Makler wird in dem Fall, daß er einen zahlungsunfähigen Hintermann hat, sich wohl hüten, mit ihm eventuell in Verbindung zu treten und die Bürgschaft zu übernehmen. Wenn ich auf dem Standpunkt stehe, dem Makler den Selbsteintritt in die Geschäfte zu gestatten, als nothwendig, und zwar als Ausnahme in dem Sinn, daß es nur ein Geschäft sein soll, das den Verkehr ausgleicht, aber nicht aus dem Grunde, sich besonders zu bereichern auf Kosten seiner Auftraggeber, so involvirt das meines Erachtens auch, daß ich ihm das Recht der Bürgschaft gebe, was ihm bisher untersagt war.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wird sich das dann nicht in der Praxis so gestalten, daß er es in jedem einzelnen Fall thun muß, weil es dem Kommittenten bequemer ist, wenn überhaupt jedes gesetzliche Verbot wegfällt, zu sagen, ich will bloß mit dir zu thun haben?

Sachv. **Salomon:** In dem Fall wird der Makler als Selbstkontrahent eintreten, er wird nicht sagen: „an Aufgabe", wie er es bisher berechtigt war, sondern „an mich selbst", „an meine eigene Aufgabe", das wird in der That dazu führen, daß es für den Kommittenten bequemer ist. In dem Buch, das er führen soll, kann auf einen derartigen Wunsch des Kommittenten eventuell Rücksicht genommen werden, und die Börsenbehörde wird die Bücher einzusehen und zu prüfen haben, sie wird die einzelnen Fälle beurtheilen können, durch Erkundigung feststellen können, ob sich die Sache in der That so oder anders verhält.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Also Sie meinen doch, daß der Makler in dem Buch im Einzelfall sagen muß „auf Wunsch des Herrn so und so"?

Sachv. **Salomon:** Ja, das will ich auch.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ihre Meinung ging doch dahin, daß man zur Kursnotirung nur hauptsächlich Leute heranziehen wolle, die nicht selbst tief im Geschäftsverkehr drinstehen. Wenn ich mir also denke, der Makler hätte für einen Mann, von dem er Kaution hätte, oder an dessen Zahlungsfähigkeit gar nicht zu zweifeln wäre, weil er muß, einem Kommittenten gegenüber die Bürgschaft für Zeitgeschäfte übernommen: jetzt wird die Solvenz zweifelhaft, er muß Deckungsgeschäfte eingehen: fürchten Sie da nicht, daß bei diesem Standpunkt überhaupt der Grundsatz von Ausnahme und Regel völlig beseitigt werden wird in der Folgezeit?

Sachv. **Salomon:** Ich fürchte dies nicht. Der Wunsch, daß der Makler selbst eintreten möge, dürfte beim Kassageschäft überhaupt kaum und beim Zeitgeschäft nicht allzu häufig vorkommen, um so mehr, als der doppelte Reichsstempel gezahlt werden müßte, während nur die einfache Abgabe entsteht, wenn der Makler die Kontrahenten direkt mit einander in Verbindung setzt. Ich halte beim Zeitgeschäfte die Gefahr, daß die Leute durch die Selbstübernahme des Maklers zu billig verkaufen oder zu theuer kaufen werden, für ganz gering. Die Kurse auf Zeit sind gar nicht vom Makler abhängig, sie werden nur von ihm registrirt. Uebrigens wird der Wunsch des Selbsteintritts nur den reichen solventen Maklern gegenüber ausgesprochen werden. Anderen gegenüber wird jeder, der selbst kreditfähig ist, direkte Verbindung mit dem Gegenkontrahenten verlangen. Ich theile die vom Herrn Senatspräsidenten ausgesprochene Befürchtung, die gewiß erwägenswerth ist, aus praktischen Gründen nicht.

Professor Dr. **Cohn:** Der Herr Sachverständige war vorhin dabei, das Einkommen der vereidigten Makler mit einigen Worten zu berühren. Es wäre sehr interessant, wenn er die Güte haben wollte, uns aus seiner Kenntnißnahme etwas Näheres mitzutheilen. Einzelne sollen nach seiner Aussage ein Einkommen von nur 200 bis 300 Mark monatlich haben. Das sind gewiß seltene Ausnahmefälle. Ich möchte ihn bitten, ob er uns nicht ziffernmäßig sagen könnte, wie sich das Einkommen in der Mehrzahl der Fälle stellt.

Sachv. **Salomon:** Es treten an uns nur diejenigen heran, bei denen eine Nothlage vorliegt. Ein Makler hat auch Bureaukosten zu zahlen und Boten zu bezahlen. Wir bekommen ziffermäßige Nachweise in den meisten Fällen nur von solchen, bei denen eine Nothlage vorliegt. In den einzelnen Gruppen ist das Geschäft und der Verdienst sehr wechselnd. Die Makler haben z. B. an Fassonschmiede lange fast keine Courtage verdient, und dann, als der Prozeß Polke war, so und so viel Tausend im Monat, es hat sich zufällig der Verkehr durch äußere Umstände darauf geworfen. Ich kann Durchschnittszahlen nicht angeben, es handelt sich um vertrauliche Angaben, die sind nur der aus zwei Herren bestehenden Subkommission bekannt, und diese giebt im Plenum ein Urtheil darüber ab, wie es mit dem Mann

steht, ohne seine Vermögensverhältnisse dem ganzen Plenum zu verrathen, was auch nicht nöthig ist. Man berichtet, daß man die Einnahmen des Betreffenden für ungenügend oder für unzureichend hält. Man geht zu einer Gruppe, von der man annimmt, daß sie sich gut befindet, und ersucht sie amtlich auf Eid und Gewissen um Auskunft, wie viel sie an den betreffenden Papieren, die man ihr zu Gunsten der nothleidenden Gruppen abnehmen will, im Laufe des letzten Jahres verdient habe, denn man kann nicht der Gruppe, der man helfen will, Steine statt Brod bieten. Es mögen einzelne vereidete Makler sein, die es zu großem Wohlstand bringen, das sind verhältnißmäßig wenige, zum Theil solche, die sich mit Zeitgeschäften beschäftigen, aber das erfordert eine große Anstrengung. Wir haben neulich einen reichen Makler in das Zeitgeschäft mit österreichischen Kreditaktien hineingesetzt, und nach drei Tagen zeigte uns der Mann ein ärztliches Attest, daß er Herzklopfen bekommen habe, daß er sich angegriffen fühle und wahrscheinlich körperlich und geistig zu Grunde gehen würde, wenn er noch 6 Wochen in dem Papier handelte. Diejenigen, welche besonders gewinnbringende Posten haben, erkaufen das oft mit Opfern anderer Art. Nachdem der Betreffende uns diese Meldung gemacht hat, haben wir, während vorher sich sehr viele Bewerber für den vakanten Posten fanden, Schwierigkeiten mit der Besetzung gehabt. Wenn die Aerzte annehmen, daß es so schädlich ist, sagten uns die Leute, dann wollen wir nichts damit zu thun haben.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es wäre mir sehr interessant, über die Regulirung der Spitzen etwas zu erfahren, um so mehr, als die Frage, ob der Makler hier selbst übernimmt oder nicht, auf die Fixirung des Kurses Einfluß haben wird. Nehmen wir an, daß von irgend einem nicht sehr kuranten Effekt 15 000 Mark übrig bleiben, die sollen verauktionirt werden. Es wird für den Makler in diesem Fall durchaus nicht gleichgiltig sein, ob er eintreten soll oder nicht, und der Ausfall der Auktion wird auf die Feststellung des Kurses von Erheblichkeit sein, denn erst kommt die Verauktionirung und dann die Feststellung des Kurses.

Nun frage ich, wird nicht die Verauktionirung die Fixirung des Kurses sehr verzögern, was ich zu vermeiden wünschte. Sie sagten mit Recht, daß es im Interesse der Kundschaft von großer Wichtigkeit wäre, daß die Feststellung des Kurses keine Verzögerung erleidet. Irre ich mich in der Annahme, daß eine solche leicht eintreten könnte?

Sachv. **Salomon:** Ich meine, die Fixirung des Kurses geht voran, und der Makler erklärt sich bereit, zu dem und dem Kurs, den er für das Papier ausdrücklich festgestellt hat, zu übernehmen. Wenn verauktionirt wird, so muß derjenige, der mehr bietet, sich auch erbieten, mehr zu zahlen, und so würde sich zwischen dem Tageskurs und dem, was mehr geboten wird, ein Gewinn ergeben, unter allen Umständen, denn, wenn etwa weniger geboten wird, so würde der Makler übernehmen. Ich gebe zu, die Sache ist noch ziemlich unreif. Der Makler wird dasjenige, was als Gewinn zwischen dem Kurs, der festgestellt ist, und dem später etwa bezahlten höheren Betrage, sich ergiebt, zu repartiren haben auf alle diejenigen, welche verkauft haben zu Gunsten der Auftraggeber.

Freiherr **von Huene:** Das Letztere bezieht sich auf Zeitgeschäfte?

Sachv. **Salomon:** Nein, auf Kassageschäfte.

Freiherr **von Huene:** Ich habe geglaubt, gehört zu haben, daß bei Kassageschäften Spitzen nicht vorkämen. Vielleicht hat sich der Herr Sachverständige versprochen. Mir fiel das gleich auf, als er es sagte. Vielleicht hat er sich bloß versprochen und „Zeitgeschäfte“ sagen wollen.

Deshalb hatte ich mich nicht zum Wort gemeldet. Ich

wollte gern darüber Auskunft haben, in welchem Umfang etwa das Gesammtverhältniß der Geschäfte der vereideten Makler an der Börse zu den Geschäften der unvereideten Makler und sonstiger Unterhändler steht, und dann ferner, — nicht als ob das meine Ansicht wäre, sondern in Folge der Aussagen früherer Sachverständiger, welches Gewicht wohl überhaupt dem Eid noch beizulegen ist, nachdem wir die Bedingungen hinfällig gemacht haben. Ob es da überhaupt nöthig ist, diese Makler in der Form der vereidigten Angestellten zu erhalten, oder ob es nicht auch angängig wäre, die sämmtlichen Makler, die überhaupt an der Börse handeln, zunächst gleichzustellen, Alle unter die gleiche Disziplin zu stellen, und ob nicht aus diesen Maklern heraus nun eine Reihe besonders zuverlässiger Leute, die besonders umfangreiche Geschäfte machen, bei der Kursfeststellung mitzuwirken hätten. Wie gesagt, ich mache das nicht zu meiner Ansicht, oder es sind derartige Vorschläge von mehreren Seiten gemacht worden.

Sachv. **Salomon:** Ich bin dieser Meinung nicht, ich meine, daß eine begrenzte Zahl von Beamten, von vereideten Maklern nöthig sind, um die Kurse entsprechend zu ermitteln. Der Eid erstreckt sich nicht bloß auf die Geschäfte und die Bürgschaft, sondern auch darauf, daß sie im Uebrigen verpflichtet sind, die Interessen der Parteien wahrzunehmen, auf das pflichtgetreue Ansagen der Kurse u. s. w. Wir können unmöglich die Kurse ermitteln durch Leute, die nicht vollständig der Disziplin unterworfen sind. Wir würden damit auf den anderen Standpunkt kommen, wogegen ich übrigens entschieden bin, wenn eine Art Korporation der Börsenbesucher, wie in London und zum Theil in Paris, geschaffen würde. Wir müssen bei dem Institut der vereideten Makler eine gewisse Begrenzung haben. Ich stehe auf dem Standpunkt, den Zutritt zur Börse nur unter Kautelen zu gestatten und ihn nicht zu sehr zu erleichtern, und da müssen wir auch eine polizeiliche Gewalt ausüben, und nach meiner Kenntniß und Ueberzeugung werden wir, wie ich ausdrücklich bestätigen kann, auf wirksame Weise diese Befugniß über die vereideten Makler ausüben. Ich würde es also nicht für angängig halten, es in der Weise einzurichten, wie Herr Freiherr von Huene es andeutete.

Freiherr **von Huene:** Ich kann bestätigen, daß die Herren, welche derartige Vorschläge machten, allerdings auch an eine korporative Verfassung dachten.

Sodann möchte ich Sie um Auskunft über den Umfang der Geschäfte bitten.

Sachv. **Salomon:** Das läßt sich schwer beantworten.

Was die Zeitgeschäfte betrifft, so wird, abgesehen vom ersten Kurs, wovon den vereideten Maklern sehr viel zufällt, von den unvereideten Maklern viel mehr als von den vereideten gehandelt. Was die Kassageschäfte betrifft, so wird in den meisten Papieren, kann man sagen, das Gros den vereideten Maklern zufallen, abgesehen von gewissen Sachen, bei denen man die besonderen Bezugsquellen kennt, russische Noten z. B., die es täglich bei bestimmten Firmen zu kaufen und bei anderen zu verkaufen giebt, wo sich dann die Käufer und Verkäufer unter Umgehung der vereidigten Makler zusammenfinden. Was die vielerlei Hunderte anderer Papiere betrifft, so kann ich sagen, daß in dieser Beziehung, abgesehen von den sogenannten großen Artikeln, Stapelartikeln, z. B. italienische Rente, deutsche Reichsanleihe u. s. w., im Uebrigen sich ein bedeutendes Geschäft fast ausschließlich durch die vereideten Makler vollzieht.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte noch einmal auf die Frage der Spitzen zurückkommen, die ja auch mehrfach erörtert worden ist. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob die Sache nicht vielmehr so einzurichten ist, daß der vereidete Makler, der einen Auftrag übrig behält

aber sich verpflichten muß, eine etwa fehlende Summe aus Eigenem zu liefern, und das annoncirt und sagt, Jeder, der will, kann in meine Stelle treten, d. h. diese Summe zu dem notirten Kurs liefern. In dem Augenblick, wo man eine sogenannte Versteigerung eintreten ließe, läßt man die Möglichkeit der Herausbildung eines anderen Kurses als des Einheitskurses zu, und das wäre doch eine außerordentlich bedenkliche Sache.

Sachv. **Salomon:** Mein Gedankengang war der, daß der vereidete Makler anbieten soll, was er übrig behält. Findet sich ein Einzelner, der es nehmen will, so bekommt ers, und der Kurs bleibt derselbe. Ich habe die weitere Eventualität und den Einwand vorausgesehen, daß sich Mehrere melden können, und da könnte dann, nachdem es etwa eine Viertelstunde ausgeboten ist, derjenige berücksichtigt werden, der zuerst kommt. Das wäre eine Sache der Flinkheit. Es könnte auch der Fall eintreten, daß Mehrere zugleich das Ziel erreichen und sich in demselben Moment beim Sekretär anmelden. Wie soll die Sache da werden? Es wäre ja das Einfachste, zu sagen, es würde pro rata an die sich Meldenden vertheilt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Neben dem Einheitskurs, der eben durch den Makler festgestellt ist, würde ein anderer davon abweichender etablirt.

Sachv. **Salomon:** Es würde die Sache sehr vereinfachen und alle Schwierigkeiten beseitigen, wenn man bloß repartirt.

Vorsitzender: Unter alle sich Meldenden, und zwar zu dem eben ermittelten Kurse?

Sachv. **Salomon:** Ja.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Das würde doch jedenfalls eine kleine Verzögerung insofern bedeuten, als jetzt die Thätigkeit immer beendet ist im Augenblick der Kursfestsetzung, wenn aber nachher repartirt wird, würde das immer einige Zeit erfordern.

Sachv. **Salomon:** Nur sehr kurze Zeit, da im Allgemeinen nicht sehr viel mehr zu handeln ist, ferner würde ich auch eine Verstärkung des Börsenpersonals, der vereideten Börsensekretäre für diesen Zweck befürworten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich setze voraus, daß der Herr Sachverständige eigentlich dem Makler die Selbstübernahme nur als durch Noth aufgedrungen zugestehen will, aber nicht aus eigener freier Wahl, höchstens die Fälle ausgenommen, wo sich wirklich Selbstauftrag ergiebt, um etwas anzulegen. Er wird nicht alle Tage etwas anzulegen haben. Im Uebrigen soll er nur insofern Abnehmer sein, wenn er durch das Geschäft dazu gezwungen wird. Diesen Zwang will man ihm aber abnehmen, indem man sagt, er soll die andere Partei auffordern, davon Kenntniß zu nehmen.

Vorsitzender: Wenn es Niemand übernehmen will, dann wird ihm nichts Anderes übrig bleiben.

Sachv. **Schinckel:** Bei uns existirt das Institut der vereidigten Makler nicht mehr, und zwar aus ähnlichen Gründen, die wir auch hier zugestanden gehört haben. Selbstredend ist für einzelne Funktionen die Thätigkeit der vereidigten Makler unentbehrlich, nämlich für Auktionen, Zwangsversteigerungen und dergleichen. Dafür wird aus der Zahl der Makler durch die Handelskammer ein alljährlich wechselnder Auktionator für die verschiedenen Branchen bestimmt, im Uebrigen sind unsere Makler freie Vermittler, die sehr häufig für eigene Rechnung übernehmen müssen, und es hat sich die Usance herausgebildet, daß in der Regel diese Makler als Aufgabe die Maklerbank machen. Es sind die Meisten Mitglieder einer Maklerbank, und,

wie gesagt, in den meisten Fällen erhält man diese Aufgabe und geht insofern also durchaus sicher.

Aus der großen Zahl der freifungirenden Makler wählt dann die Sachverständigenkommission für die Kursnotirung, die in sieben Gruppen getheilt ist, 14 Makler, für jede Gruppe zwei, aus, und einen Ersatzmann, und selbstverständlich werden dafür nach der Ansicht und Auswahl der Sachverständigenkommission diejenigen gewählt, die am meisten in den betreffenden Papieren zu handeln haben, und die zuverlässigsten sind. Klagen sind natürlich vorgekommen, denn es ist natürlich nichts vollkommen in der Welt und so auch diese Kursnotirung nicht, aber erhebliche Klagen sind mir nicht zu Ohren gekommen.

Vorsitzender: Also ein besonderes Offizialpersonal glauben Sie nicht nöthig zu haben in dem Sinne, wie es hier besteht?

Sachv. **Schinckel:** Es haben sich so viele Klagen und Mißstände bei den vereideten Maklern durch die Einschiebung von Strohmännern und durch Verpflichtungen, die sie übernahmen obgleich sie es nicht durften, ergeben, daß man alle Schranken hat wegfallen lassen und nur für bestimmte Funktionen, z. B. für Auktionen u. s. w., wie es das Handelsgesetzbuch vorschreibt, bestimmte Angestellte ernannt hat, die auch nur für ein Jahr erwählt werden und als solche in den Adreßkalendern verzeichnet stehen.

Vorsitzender: Herr Salomon vertheidigte seinen Standpunkt, indem er sagte, daß man für das Vermittlungsgeschäft vereidete Leute bestellen müßte, die reell verfahren, dann auch die Kurse richtig angeben, und auch sonst nach gewisse gesetzliche Verpflichtungen haben.

Halten Sie das für gänzlich werthlos?

Sachv. **Schinckel:** Gewiß nicht, aber bei uns würden noch viel größere Schwierigkeiten entstehen, denn die Geschäfte zu vertheilen unter diese Herren an unserer Börse, ist uns unmöglich. Unsere Effektenbörse ist unendlich viel kleiner, als die hiesige, und es würden die vereideten Makler meiner festen Ueberzeugung nach sich bei uns nicht bewähren. Man würde die Leute auch zu sehr in ihren Einnahmen beschränken.

Vorsitzender: Wenn das Geschäft kleiner ist, können Sie ja von einer Gruppenabtheilung absehen. Aber immerhin müßte doch wohl eine gewisse Kontrole stattfinden, ob die Makler ihre Aufträge pflichtgemäß erfüllen? Man hält das Maklergewerbe dadurch reiner.

Sachv. **Schinckel:** Natürlich, so sollte es sein, aber in der Praxis selbst, wo ein so großes Geschäft stattfindet, wie hier, ist das nicht möglich. Selbst hier stellt sich heraus, daß die vereideten Makler in einzelnen Fällen selbst übernehmen müssen, und noch viel mehr würde das an einem kleineren Börsenplatz der Fall sein. Das ist gerade, wenn ich mich so ausdrücken darf, die Größe und die Force der Berliner Börse, daß sie täglich enorme Umsätze in allen Papieren hat, wo die Aufträge wirklich durch Angebot und Nachfrage erledigt werden können, während in Hamburg sehr häufig der Makler eintreten muß.

Vorsitzender: Wenn Sie die Selbstübernahme nur im Nothfall zulassen wollen, dann fehlt immer noch jede Kautel.

Sachv. **Schinckel:** Ich kann es mir sehr gut denken, daß es für den hiesigen Platz durchführbar, daß es wünschenswerth ist, ich glaube aber, daß solche Beschränkungen in Hamburg nicht ausführbar sein würden.

Vorsitzender: Ist es in Hamburg nicht so, daß der Makler von vornherein gleich einen bestimmten Betrag oder das Ganze übernimmt?

Sachv. **Schinckel:** Wenn der Makler irgend kann, so fungirt er natürlich mit Vorliebe auch als Vermittler, er wird

nicht das Risiko übernehmen, wenn er nicht muß. Aber sehr oft kommt es vor, daß er nur einen Theil aufgeben kann und den Rest übernimmt, und da die Makler meist Mitglieder der Maklerkassen sind, so entsteht für den Verkehr keine Unsicherheit.

Was die Notiz betrifft, so ist jeder, der durch die Makler handelt, in der Lage, die Notiz zur Geltung zu bringen; die liegt insofern nicht in den Händen des Maklers, sondern jeder, der einen Abschluß gemacht hat und Interesse daran hat, die Notiz im offiziellen Kursblatt festgesetzt zu sehen, hat das Recht, diesen Abschluß auf einen Zettel niederzuschreiben und diesen dem Makler zur Notiz einzureichen. Wir haben die Notirung nicht ausschließlich in die Hände der Makler gelegt, sondern die Zettel müssen berücksichtigt werden.

Vorsitzender: Die kursfeststellenden Makler müssen diese Zettel berücksichtigen?

Sachv. **Schinckel:** Gewiß. Es existiren für die verschiedenen Gruppen Briefkästen, und da werden die Zettel hineingesteckt mit den wirklich gemachten Schlüssen, und die Makler, welche die betreffenden Papiere zu notiren haben, haben an der Hand dieser Zettel die Kurse festzustellen. Es sieht sehr zwanglos aus, es fungirt aber ganz ausgezeichnet.

Freiherr **von Huene:** Die früher hier vernommenen Herren aus Hamburg haben darauf aufmerksam gemacht, daß den Maklern, wenn sie für sich Geschäfte machten, ein Einfluß auf die Gestaltung des Kurses nicht eingeräumt werde, so daß z. B. Makler, die Geschäfte mit Auswärtigen machen, zur Kursnotirung nicht herangezogen werden.

Sachv. **Schinckel:** Das steht eigens in den Bestimmungen, daß die an dem auswärtigen Arbitragegeschäft betheiligten Makler zur Kursnotirung nicht zugelassen werden. Das ist ein Punkt der Disziplinargewalt, welche die Handelskammer hat. Wenn sie findet, daß ein Makler nicht geeignet ist, oder der Verdacht besteht, daß er nicht zuverlässig ist, so kann sie ihn, ohne ihn seines Brodes zu berauben, einfach von der Kursnotirung ausschließen. Das ist eine außerordentlich einfache Manipulation.

Vorsitzender: Werden die Makler für die Kursnotirung besonders honorirt?

Sachv. **Schinckel:** Nein, das ist ein Ehrenamt und wird völlig als solches aufgefaßt. Die Leute würden sehr scharf davon betroffen werden, wenn man sie davon entfernen würde.

Professor Dr. **Cohn:** Ist das Amt jeder Zeit widerruflich?

Sachv. **Schinckel:** Freilich!

Vorsitzender: Kommt es vor, daß mitten im Geschäft stehende Makler selbst für eigene Rechnung Geschäfte machen?

Sachv. **Schinckel:** Natürlich, wenn sie müssen. Man nimmt solche für die Kursnotirung nur nothgedrungen. Man wird keinen nehmen, von dem man weiß, daß er Spekulationsgeschäfte betreibt.

Professor Dr. **Cohn:** Ich glaube, das hat schon der Herr Sachverständige aus Berlin anerkannt, daß sich an der Spekulation auch solche betheiligen, welche an der Kursfeststellung Theil nehmen.

Sachv. **Salomon:** In geringerem Maße.

Vorsitzender: Kommt das bei Ihnen auch vor?

Sachv. **Schinckel:** Ja, man ist häufig durch die Umstände gezwungen, sich an solche zu wenden und ihre Aufgaben zu nehmen, wenn man hierfür die Maklerbank nicht hat.

Sachv. **Solomon:** Da kamen verschwenderische Lebensgewohnheiten in Betracht u. s. w.

Sachv. **Schroeter:** Bei uns hat sich der vereidete Makler im Allgemeinen bewährt. Die Verhältnisse sind sehr klein. Von besonderen hin und wieder erfolgten Uebernahmen für eigene Rechnung wüßte ich nichts.

Vorsitzender: Halten sie sich an das Handelsgesetzbuch?

Sachv. **Schroeter:** Ja, bei unseren kleinen Verhältnissen erscheint eine Aenderung des Bestehenden nicht nothwendig.

Vorsitzender: Die vereideten Makler sollen bei Ihnen ganz verschwunden sein. Früher waren bei Ihnen noch zwei vorhanden.

Sachv. **Schroeter:** Dafür sind jetzt die vereideten Makler da. Die übernehmen nichts. Bei uns ist auch die Versuchung dazu nicht so groß.

Vorsitzender: Der Schwerpunkt liegt in den kleinen Städten mehr in dem Akzeptiren.

Wie ist bei Ihnen das Verfahren? Die Makler melden also an?

Sachv. **Schroeter:** Eine Viertelstunde vor Schluß der Börse begeben sich die Makler im Verein mit dem Börsenkommissar in das Kurszimmer und geben an, was sie gemacht haben, wie viel Brief oder Geld ist.

Vorsitzender: Die Interessenten sind nicht dabei?

Sachv. **Schroeter:** Nein!

Vorsitzender: Sind Beschwerden erhoben worden über Parteilichkeit?

Sachv. **Schroeter:** Nein!

Sachv. **Finck:** Wir haben das Institut der vereidigten Sensale und nebenbei die unvereidigten sogenannten Agenten. Die Sensale dürfen nur ganz nach den Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs verfahren, und es ist mir nicht bekannt geworden, daß diese Bestimmungen übertreten worden sind. Geschäfte für eigene Rechnung sind absolut ausgeschlossen. Wenn hie und da es einmal vorkommt, daß von einem bestimmten Effekt eine gewisse Summe übrig bleibt, so darf dieselbe nicht von den Sensalen übernommen werden, sondern sie wird repartirt auf die einzelnen Auftraggeber, man giebt ihnen entweder nicht die volle gewünschte Summe, aber man nimmt nicht den vollen angebotenen Betrag. Das System hat sich bei uns, in kleineren Verhältnissen allerdings, ganz vortrefflich bewährt, die Posten der beeidigten Sensale sind sehr gesucht, die Leute verdienen ein hübsches Geld.

Vorsitzender: Wie viel haben Sie denn?

Sachv. **Fink:** Ich glaube, acht werden es sein, davon sind einzelne reiche Leute geworden, sie haben kein weiteres Geschäft, als während der Börsenstunden die Abschlüsse zu besorgen.

Vorsitzender: Und wie erfolgt die Kursfeststellung?

Sachv. **Finck:** In der Art, wie ich mir erlaubte, schon vorhin zu sagen. Sämmtliche Aufträge, für welche eine Notiz erscheinen soll — es werden auch eine Reihe von Geschäften außerhalb der Kursnotirung von den Agenten abgeschlossen —, werden zusammengestellt, zunächst alle auf „bestens" lautenden Aufträge innerhalb der Kurse und Limiten zur Ausführung gebracht, und der Rest ebenfalls, soweit er sich eintheilen läßt.

Vorsitzender: Wer führt diese Manipulationen aus, — etwa ein Börsensekretär?

Sachv. **Finck:** Die sämmtlichen Sensale treten zusammen, ein Kommissar, der Mitglied des Handelsvereins ist, überwacht die Geschäfte, und der Börsensekretär notirt die einzelnen Kursbestimmungen.

Vorsitzender: Man hat noch nie Beschwerde darüber erhoben, daß Parteilichkeit obwalte?

Sachv. **Finck:** Mir ist davon nichts bekannt. Das kann auch nicht vorkommen, es ist ein absolut korrektes Verfahren bei der Kursfeststellung. Dieselbe dauert allerdings etwas lange bei uns, fast eine Stunde. Das ist dem Umstand zuzuschreiben, daß keinerlei Gruppeneintheilung erfolgt, sondern man dem ersten Besten Aufträge giebt, der wieder mit seinen Kollegen handeln muß, wodurch manchmal eine große Verzögerung entsteht.

Vorsitzender: Alle acht vereideten Makler sind bei sämmtlichen Papieren beschäftigt?

Sachv. **Finck:** Alle acht, ein Papier nach dem anderen, Tag für Tag.

Vorsitzender: Das ist sehr mühsam.

Sachv. **Finck:** Es ist sehr mühsam, aber auch sehr sicher, und für unsere Verhältnisse ganz passend.

Sachv. **Metzler:** Ich kann nur hervorheben, daß in Frankfurt keine Klage vorliegt und das Institut der vereidigten Makler jedenfalls sich bewährt hat. Ich bin nicht der Ansicht, daß man es aufheben sollte. Wir haben 80 vereidete Makler, die zusammentreten und die Kurse notiren. Dadurch besteht eine gewisse Garantie. Wenn 80 Leute zusammen arbeiten, ist es nicht wahrscheinlich, daß einer seine Privatinteressen mit zur Geltung bringen kann.

Vorsitzender: Bei Ihnen besteht die Einrichtung, daß der Makler Bürgschaft für die von ihm gemachten Geschäfte übernimmt?

Sachv. **Metzler:** Ja, und ich glaube, daß selbst in diesen Verhältnissen Klagen nicht vorgekommen sind. Wir haben nur gute Erfahrungen damit gemacht.

Vorsitzender: Herr von Guaita hat eine größere Disziplinargewalt der Organe des Handelsstandes über die Makler befürwortet.

Sachv. **Metzler:** Dagegen würde ich mich gewiß nicht sträuben, je mehr wir haben, desto besser. Die große Schwierigkeit ist nur, daß die Nachfrage nach den Stellen sehr groß ist und es für die Handelskammer sehr schwer ist, zu entscheiden.

Vorsitzender: Sind die Makler objektiv bei der Kursfeststellung, oder kommen Fälle vor, wo sie ihre eigenen Interessen zu sehr wahrnehmen?

Sachv. **Metzler:** Ich kann mir das nicht denken. Wo 80 Leute zusammen arbeiten, ist eine gewisse Oeffentlichkeit da, es wird da einer seine eigenen Interessen schwerlich wahrnehmen.

Vorsitzender: Eine Gruppeneintheilung haben Sie auch nicht?

Sachv. **Metzler:** Nein, aber wir haben verschiedene Skontos, die sich auf die verschiedenen Makler nach dem Ermessen der emittirenden Häuser vertheilen. Die verschiedenen Häuser wählen sich ihren Makler aus.

Vorsitzender: Also ohne Exklusivrecht. Jeder kann in jedem Papier handeln?

Sachv. **Metzler:** Selbstredend. Aber nur einer wird ein Skonto und die Kursfeststellung haben.

Vorsitzender: Wenn ein anderer ein Geschäft in diesem Papier vermittelt hat, dann wird er's dort eintragen lassen?

Sachv. **Metzler:** Nein, er wirds durch den Makler machen lassen.

Vorsitzender: Das würde doppelte Courtage kosten?

Sachv. **Metzler:** Nein.

Vorsitzender: Es ist von einzelnen Sachverständigen behauptet worden, es drängten sich sehr häufig die Interessenten heran und übten Einfluß auf die Kursfeststellung. Wie ist das zu verstehen? Ich kann mir das eigentlich nicht denken, denn bei der eigentlichen Kursfeststellung darf Niemand dabei sein; es müßte denn bei der Vorbereitung sein.

Sachv. **Salomon:** Von der eigentlichen Kursfeststellung ist nach den Vorschriften der Börsenverordnung jeder Andere außer dem Kommissar, den vereideten Protokollführern und den Maklern ausgeschlossen. Die vorbereitende Feststellung dagegen findet unter der Oeffentlichkeit statt, damit die Makler, während sie in der Vorbereitung sind, einer Korona, die um sie herumsteht, auf Befragen mittheilen, daß der und der Kurs beabsichtigt ist. Darin liegt eine Kautele dafür, daß die Kurse sich entsprechend aus Angebot und Nachfrage zusammensetzen, und die betreffenden Interessenten ihre Rechte wahren können, indem sie kaufen oder verkaufen.

Beeinflussung in der Weise, daß man sagt, ich beeinflusse den Kurs, giebt es nicht, sondern man kann nur beeinflussen durch Kaufen oder Verkaufen.

Vorsitzender: Es wird gesagt, jedes Papier hätte seinen besonderen Patron, der den Kurs künstlich in der einen oder anderen Weise beeinflußt.

Sachv. **Salomon:** Es ist zu viel behauptet, daß jedes einen Patron hätte. Es sind eine Anzahl von Papieren, für die sich verschiedene Personen interessiren, beispielsweise für russische Prioritäten, deutsche Reichsanleihe und dergleichen giebt es Interessenten, die darauf ausgehen, eventuell von dem kleinen Vortheil, der sich durch 20 Pfennige herauf oder herunter ergiebt, zu profitiren, und auf diese Weise findet sich die nöthige Waare, um im Interesse des Verkehrs unsere Bedeutung als Welthandelsplatz aufrecht zu erhalten. Nach ihrer Instruktion müssen die Makler bei der Vorbereitung die Oeffentlichkeit zuziehen.

Vorsitzender: Wenn das aber geschehen ist und sie haben der Korona Mittheilung gemacht, sind sie da nicht mehr verpflichtet, Anträge aufzunehmen?

Sachv. **Salomon:** Ja, so lange bis sie die endgiltige Aufaddirung der Aufträge vornehmen. Erhebt sich ein Einspruch, so verfügen sich die Makler zu dem Börsenkommissar, der Börsenkommissar ladet den Einsprecher ein, seine Beschwerde zu begründen.

Vorsitzender: Von wem hängt das Aufstecken der Warnungstafel ab?

Sachv. **Salomon:** Dazu sind die vereideten Makler verpflichtet. Diese Einrichtung ist in den letzten Jahren getroffen worden, sie hat sich gut bewährt. Die Makler sind nicht allein verpflichtet, das Warnungssturmsignal aufzustecken, sondern auch denjenigen, von welchen sie Aufträge bekommen haben, Mittheilung zu machen, daß durch Ueberwiegen von Angebot oder Nachfrage sehr bedeutende Variationen nach der einen oder anderen Richtung bevorständen. Es bleibt den Interessenten überlassen, ihre Aufträge zu streichen, zu reduziren, zu limitiren oder anderweitige Aufträge zu geben.

Die Makler sind überhaupt verpflichtet im Interesse ihrer Auftraggeber, diesen ihre Kenntniß mitzutheilen. Wenn die Abweichungen zu groß sind, dann wird der Börsenkommissar

den Kurs streichen, wenn ihm Gründe dazu vorzuliegen scheinen.

Vorsitzender: Also das Ermessen des Börsenkommissars muß immer walten?

Sachv. **Salomon:** Das Ermessen des Börsenkommissars muß ein freies sein.

Vorsitzender: Er setzt sich einer starken Verantwortlichkeit aus, wenn am folgenden Tage die Bewegung abwärts geht.

Sachv. **Salomon:** Er pflegt sich noch andere Herren zu holen, wenn es ihm zu bedenklich scheint, den Kurs allein auf eigene Verantwortung zu streichen.

Vorsitzender: Was hat das für Folgen?

Sachv. **Salomon:** Daß keine Geschäfte geschlossen werden. Auch diejenigen gelten nicht als geschlossen, welche man ohne Vermittlung der vereideten Makler zur Mittelnotiz ausführt, sobald keine Kursnotirung stattfindet.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte noch auf einen Punkt näher eingehen. Bei Berathung der Frage, inwieweit die Bestimmungen des Kommissionsgeschäfts zu einer Uebervortheilung des Kommittenten ausgenutzt werden können, hat der Herr Sachverständige bemerkt, daß wohl nur ausnahmsweise eine Beeinflussung der Kurse durch die Bankiers erfolgt, so habe ich ihn wenigstens verstanden.

Sachv. **Salomon:** Pardon, ich habe vorher gesagt, daß ich bestreite, wenn behauptet wird, daß das ziemlich allgemein geschehe.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann möchte ich Sie bitten, Ihre Aeußerung etwas zu präzisiren. Denn es ist mir nicht klar, was Sie mit Ihrer Behauptung, die Angabe, daß die Bankiers ziemlich allgemein die Kurse beeinflußten, sei unrichtig, haben sagen wollen. Damit kann gemeint sein, es findet ganz ausnahmsweise statt, oder auch es findet zwar in der Regel, aber nicht immer statt. Darum möchte ich den Herrn Sachverständigen bitten, uns in der Beziehung seine Erfahrungen mitzutheilen. Ich kann Bezug nehmen auf eine Aeußerung des vereideten Maklers Blank, der im Prozeß Treuherz gegen Hermes vernommen ist und sich folgendermaßen äußerte: „Wohl ist es richtig, daß Kläger — das Bankhaus Treuherz — fast in allen Geschäften, die in solchen Aktien an der Börse gemacht wurden, als Käufer oder Verkäufer betheiligt gewesen ist. In Folge dessen hat er denn auch die Feststellung der Kurse geleitet, wie denn die Bankiers, die beim Kauf oder Verkauf bestimmter Papiere besonders interessirt sind, sich immer an der Feststellung der betreffenden Kurse betheiligen und dies dadurch regeln, daß sie Käufe oder Verkäufe von den betreffenden Papieren vornehmen."

Also das ist die Aussage des vereidigten Maklers Blank, und ich möchte fragen, ob nach den Erfahrungen des Herrn Sachverständigen diese Aeußerung unrichtig ist, beziehungsweise in welchem Umfang eine Beeinflussung des Kurses durch die Bankiers stattfindet, allerdings in dem Sinne, daß sie legale und zulässige Geschäfte abschließen.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte zunächst darauf erwidern, daß ich mehr präzisiren nicht kann, als ich es gethan habe; denn naturgemäß hängt das davon ab, wie die Geschäfte überhaupt sind, und wenn man heute vor acht Tagen ein Papier unter Patronage genommen hat, das schließt nicht aus, daß man es später nicht mehr thut. Leute werden wir überall finden, die sich für gewisse Papiere interessiren und geraume Zeit hindurch kaufen oder verkaufen, die darin ein Erwerbsmittel suchen, übrigens zum Theil auch im Interesse der Gesellschaft eintreten, deren Geschäftsbetrieb außerordentlich geschädigt

werden könnte durch unvermuthete Schwankungen, die eben ein Interesse an den Aktien haben und der Gesellschaft wohlwollen. Ich kann nicht ziffernmäßig sagen, es giebt für so und so viel Papiere Patrone, und für so und so viel nicht, wenn ich eine Schätzung aussprechen soll, so könnte es sich vielleicht um den zehnten bis achten Theil der Papiere handeln, bei denen regelmäßig bei den vereideten Maklern sich Leute einfinden, die sich für dieselben speziell interessiren. Das ist im Prozeß Polke erörtert worden, und da ist darauf hingewiesen, daß der Betreffende oft eigentlich mehr den Willen hat, die Kurse auszugleichen, als daß er ein besonderes Interesse am Gewinn gehabt hätte. Es ist häufig ein Zwang, der auf den Patronage Ausübenden ausgeübt wird, indem der vereidete Makler zu ihm kommt und sagt, Sie müssen mir hier diese Kleinigkeit geben, wir können um 600 Mark den Kurs nicht so weit heraufsetzen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube, die Sachen liegen doch noch etwas anders. Von einer Ausgleichung war in diesem Fall nicht die Rede, sondern es handelte sich um ein Papier, das der betreffende Kommissionär selber hatte ausgeben wollen, und dessen Ausgabe ihm nicht gelungen, wo er selber Monate lang einen Kurs für das Papier machte, und zwar während der Zeit, in welcher er das Papier an Privatkunden absetzte und diese immer auf diesen Kurs hinwies, und nachdem die Betreffenden Papiere angekauft hatten, und der Kurs noch eine Zeit lang gehalten war, gab es plötzlich gar keinen Kurs mehr. Das Gericht hat in diesem Fall angenommen, wo es sich um ein Verhältniß des Kommissionärs, der die Papiere empfohlen hatte, zu seinen Kommittenten handelte, daß dies kein Kurs war.

Nun ist, als hier zum ersten Mal die Frage in die Diskussion gezogen wurde, ob sich nicht seitens der Makler oder des Börsenkommissars, wenn ein derartiger Anschein sich herausstellte, irgend etwas thun ließe, erwidert worden, ja, der Makler kann ja nicht wissen, ob das simulirte Geschäfte sind. Sind es wirklich ernsthafte Geschäfte, so ist der Kurs ganz richtig, und die Makler sind auch in der Lage, wenn von ihnen etwas gefordert wird, sie etwas unterbringen wollen, an die Gründer zu gehen und zu sagen, hier werden Papiere gefordert von den übrigen, habt ihr nicht welche? Das hat auch hier ein Makler gesagt, er spricht davon, ob Treuherz in besonderer Weise oder nicht besonderer Weise Einfluß ausgeübt hat. Ich kann mir einen Unterschied sehr wohl denken, aber juristisch ist er nicht faßbar. Der eine Makler bezeugte: wir haben uns an den Beklagten als Gründer der Gesellschaft gewandt, wenn es galt, im Bedarfsfall Aktien anzukaufen. Insofern hatte er Einfluß auf die Höhe des Kurses.

So war ein paar Monate lang in der That ein sogenannter richtiger Kurs gemacht worden. In Wahrheit waren aber lediglich ein paar Geschäfte gemacht worden, wobei immer der eine Betheiligte der betreffende Gründer war. In Betreff des anderen Betheiligten wurde aber im Prozesse behauptet, daß, was auch den Maklern nicht hätte entgehen können, er ein mit dem Gründer in Betreff der fraglichen Emission eng Verbundener war. Diesen Eindruck machte die Sache auch auf die Richter, und zwar gerade auf Grund dessen, was diese beiden Makler selber sagten. Es hätte daher auch auf die Makler, wenn auch nicht den ersten, so doch den zweiten oder dritten Tag schon den Eindruck machen müssen, daß das nur Scheingeschäfte waren, und es entsteht die Frage, ob es nicht möglich ist, daß in irgend einer Weise darauf hingewirkt wird, zu sagen, das notire ich nicht mehr. Ich meine, damit wäre viel erreicht.

Sachv. **Salomon:** Es fällt vielleicht ein Einschreiten dagegen in Zukunft unter die Möglichkeit einer erhöhten Börsendisziplin. Wenn der vereidete Makler, z. B. in dem Fall Treuherz, den Verdacht nicht begründen kann, daß irgend etwas

Unerlaubtes zu Grunde liegt, so kann er gezwungen werden, den Kurs zu notiren, ein Anspruch, der sich daraus ergiebt, daß Treuherz den Auftrag gegeben hat. Es handelt sich hier um einen Fall, auf den ich später noch vielleicht zurückkomme, wo es sich um das Selbstkontrahentenrecht handelt.

Ein rechtschaffener und einsichtiger Makler, der die Sache zu durchschauen vermag, bringt solche Fälle zur Meldung, und ich habe einen solchen Fall von Weigerung der Notirung seitens eines Maklers im Gedächtniß, bei dem erst eine Prüfung der Sachlage vorgenommen wurde. Der Herr Senatspräsident wird mich darüber belehren können, daß, wenn bewiesen würde, daß es sich im Fall Treuherz um Simulation handelte, auf Täuschung berechnete Mittel angewendet worden sind, um den Kurs zu beeinflussen, das unter das Strafgesetz fallen würde.

Vorsitzender: Das ist schwer zu beweisen.

Sachv. **Salomon:** Wenn's der Strafrichter nicht beweisen kann, daß Simulation vorliegt, so können wir's mit unseren verhältnißmäßig geringen Hilfsmitteln erst recht nicht ermitteln. Werden unsere Kompetenzen erhöht, so können wir's vielleicht auch ohne den Strafrichter greifen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das kann nur eine Korrektur für das individuelle Verhältniß des Täuschenden zu dem Getäuschten bringen. Unterdessen hat aber der falsche Kurs auf die Verhältnisse Dritter eingewirkt.

Sachv. **Salomon:** Es ist jedem Einzelnen freigestellt, auch zu dem Kurs zu verkaufen. Nun will ich den Fall nehmen, daß die betreffende Firma sämmtliche Aktien in Händen hat und in Folge dessen Niemand in der Lage gewesen ist, etwas anzubieten. Da könnte man insofern Vorkehrungen treffen, als wir uns versichern, daß genügend Material für den Handel und die Notirung vorhanden ist. Wenn jetzt Papiere zur Notirung zugelassen werden sollen, so machen wir die Genehmigung davon abhängig, daß eine größere Summe beim Verkauf zum ersten Kurs seitens des Emissionshauses zur Verfügung gestellt werden muß, damit es nicht übermäßig viel übrig behalten und den Kurs beeinflussen kann. So weit gehen unsere Funktionen, und das halte ich für ausreichend. Ich weiß nicht, um welche Papiere es sich im erwähnten Prozesse handelt, vielleicht Schöneberger Schloßbrauerei? Verlagsanstalt?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** In allen drei Fällen, an die ich denke, ist die Firma zur Zurücknahme der Aktien verurtheilt worden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Dem Herrn Sachverständigen gegenüber möchte ich bemerken, daß mir das eigentlich keine Gewähr gegen Mißbrauch zu sein scheint, daß gerade bei der Einführung ein bestimmtes, effektives Quantum seitens des betreffenden Hauses zur Verfügung gestellt sein muß, denn es kann der Fall vorliegen, daß das Haus später alle Aktien oder so gut wie alle zurückkauft, und sich dann nach etwa 1½ Jahren das wiederholt, was Herr Senatspräsident Wiener vortrug. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er darin etwas Ungehöriges sieht, zumal da es, wie Herr Senatspräsident Wiener sagte, selbst wohl im Interesse einer Gesellschaft liegen kann, daß in ihre Aktien nicht allzu große Kursvariationen kommen —, wenn man weiß: da ist ein Haus, das interessirt sich für eine Kategorie von Aktien, ich habe etwas, gut, dann kauft es, oder ich brauche etwas, dann verkauft es, und zwar kauft das Haus für gutes baares Geld? Ich für meine Person sehe nicht ein, worin hierbei eine unerlaubte Handlung liegen soll.

Sachv. **Salomon:** Es war immer gesagt worden, daß es sich um fingirte Gegenaufgaben oder um Geschäfte handelt, von denen der Makler hätte merken müssen, daß sie fingirt wären, um eine falsche Kursnotirung herbeizuführen.

Vorsitzender: Das muß angenommen werden in diesem Fall?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Man könnte es nicht beweisen.

Vorsitzender: Solche Fälle kann man sich sehr wohl denken.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es handelt sich um einen vereideten Makler, welchem man sagte, das Haus hätte sich dafür interessirt, und der nun mit diesem Geschäfte macht. Die Makler werden nicht so weit gehen, fingirte Geschäfte zu machen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich glaube, daß es sich nur darum handeln kann, daß der Makler beurtheilt, ob das Geschäft überhaupt zur Ausführung kommt. Wenn es wirklich zur Ausführung gebracht wird, dann, glaube ich, hat der Makler gar kein Interesse oder gar keine Funktion, sich um die Beweggründe zu kümmern; nur, wenn er besorgt, die beiden machen das Geschäft, sobald sie aber weggegangen sind, streichen sie es aus den Büchern aus und bringen es nicht zur Ausführung, kann er einschreiten, und thatsächlich ist da gerichtlich entschieden worden, wenn eine Partei ein Geschäft nur macht zu dem Zweck, um den Börsenkommissar zu verleiten, eine Notiz fälschlich zu bringen, daß das Betrug sei.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Jawohl, allerdings sind in diesem Fall die Betreffenden zu Geldstrafen verurtheilt worden. Es wurde aber vom Richter in den Entscheidungsgründen betont, daß eine solche Beeinflussung so oft vorkäme, ohne geahndet zu werden, und daß aus diesem Grunde nur auf eine besonders niedrige Strafe erkannt sei.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn es Sie interessirt, so ist in dem erwähnten Zivilprozesse das Ergebniß vom Reichsgericht so:

> „Vergegenwärtigt man sich, daß nach der eigenen Angabe des Beklagten im Juli 1882 nur drei Geschäfte in den fraglichen Aktien gemacht waren zum Kurs von 275 bis 305, ohne daß feststeht, wer der Käufer gewesen ist, daß im August desselben Jahres überhaupt nur vier Geschäfte gemacht worden sind, und zwar im Ganzen über sechs Aktien von je 500 Mark, daß bei den drei ersten Geschäften der Beklagte selbst der Käufer gewesen ist, daß hier also Kursbildung durch Angebot und Nachfrage fehlt, während Beklagter durch seine Stellung zu dem Unternehmen aufs Erheblichste interessirt war, einen bestimmten Kurs der Aktien zu halten, daß nur bei einem Geschäft am 10. August bei einer Aktie ein dritter Käufer zu 193 gekauft hatte, aber hiefür der Beklagte, der sonst Käufer war, Verkäufer war, daß nach dem 14. August 1882 während des Augusts und Septembers in den fraglichen Aktien überhaupt keine Geschäfte gemacht wurden u. s. w.".

Das andere interessirt nicht.

Vorsitzender: Wie ist die Konklusion aus diesem Vordersatz?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** „Daß die Papiere in dieser Zeit in Wahrheit gar keinen Kurs gehabt haben."

Aufgeführt sind diese Umstände, wo der eine bald Käufer, bald Verkäufer ist, offenbar in dem Sinne, daß es sich um Schiebung gehandelt zu haben scheint, bewiesen ist es nicht.

Sachv. **Salomon:** Die erwähnten Geschäfte datiren aus älterer Zeit. Wir haben seitdem in der revidirten Börsenordnung vom Jahre 1885 wesentliche Verbesserungen und Kautelen geschaffen. Vor jener Zeit konnte man Aktien ein-

führen ohne Weiteres, der vereidete Makler konnte sie handeln, es bestand nur eine allgemeine Erlaubniß, es fand aber keine Prüfung darüber statt, ob dem Publikum hinreichendes Material gegeben wurde. Denn darum handelt es sich nicht, ob viel oder wenig in einem Monat gehandelt wird, es handelt sich darum, ob ein Kurs da ist, der eben, wenn er hoch ist, diejenigen, welche Aktien besitzen, in die Lage setzen würde, zu verkaufen. Durch die revidirte Börsenordnung können wir insofern einschreiten, als wir größere Summen für den Handel zur Verfügung im Umlauf verlangen. Wir schließen Papiere, in denen das Kapital und der Handel für die Kursnotiz zu gering geworden ist, aus, indem wir halbjährlich eine Durchsicht vornehmen. Ich bin selbst in der Kommission für den Kursbericht, die dies zu beantragen hat.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagte, alle halbe Jahre würde die Streichung solcher Effekten vorgenommen, in denen kein Handel stattfindet oder wo andere Gründe dafür sprechen.

Sachv. **Salomon:** Deren Kapital zu gering geworden ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Also nicht allein da, wo kein Handel stattgefunden hat?

Sachv. **Salomon:** Wir haben im vorigen Jahre Ultimo Juni circa 12, Ultimo Dezember circa 10 Papiere herausgenommen, jetzt in diesem Halbjahrstermin nur eins. Wir machen es davon abhängig, ob die Summe der im Umlauf befindlichen Papiere der betreffenden Kategorie genügend ist, die Sicherheit zu geben, daß, wenn plötzlich Nachfrage nach einer größeren Summe kommt, dadurch nicht übermäßige Kurssteigerungen herbeigeführt werden. Wenn der Handel aufgehört, warten wir noch mit der Streichung, die wir aber sofort vornehmen, wenn das Kapital sich so weit reduzirt, daß nicht genügendes Material vorhanden ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Warum findet nicht ausnahmslos die Streichung statt, wenn kein Geschäft in dem betreffenden Papier während eines längeren Zeitraums gemacht worden ist?

Sachv. **Salomon:** Wir wollen keine berechtigten Interessen verletzen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es finden wohl nur selten vollständige Streichungen des Papiers auf dem Kurszettel statt, es wird nur kein Kurs notirt. Das ist etwas ganz Anderes.

Sachv. **Salomon:** Keineswegs. Sie können nicht an der Börse notirt werden zu einem Kurs, der nicht gehandelt wird.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** O doch, wenn ein Kurs z. B. 105 Geld war und am nächsten Tage kein Handel stattfindet, dann bleibt der Kurs meist stehen.

Sachv. **Salomon:** Es wird durch Verfügung auf Antrag der Revisionskommission angeordnet, daß wir die Notirung einstellen. Das hindert nicht, daß die Makler, wenn sich Leute finden, etwas handeln, aber wir machen keine Notirung mehr, auch keine nichtamtliche.

Vorsitzender: Ich schließe die Sitzung.

(Schluß 5 Uhr.)

Neunzehnter Verhandlungstag.

(Zweiundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Mittwoch, den 22. Juni 1892,

Vormittags 10½ Uhr.

Vorsitzender: Zunächst will Herr Geheimrath Frentzel zu einer Berichtigung seiner früheren Aeußerungen das Wort nehmen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich habe neulich bei Gelegenheit der Verhandlung mit dem Herrn Redakteur Wiener bei dem Punkt, wo wir uns über die Sperrklausel unterhielten, die Behauptung aufgestellt, daß die Sperrklausel weder im Prospekt, noch meines Wissens sonst in den begleitenden anerbietenden Schreiben der Häuser enthalten sei. Bei näherer Erkundigung habe ich in Erfahrung gebracht, daß ich mich in Bezug auf letztere Aussage geirrt habe. Im Prospekt selbst ist von einer Sperrklausel allerdings niemals, wenigstens meines Wissens, die Rede gewesen, dagegen findet sich die Sperrklausel verschiedentlich in den Offertschreiben — so will ich sie mal nennen — in denen die Häuser Papiere anbieten. Ich habe an Fällen aus den Jahren 1888—1889 konstatirt, daß in diesen Offertschreiben allerdings eine Sperrklausel in verschiedener Form enthalten ist. Theilweise haben die Häuser gesagt: Wir werden diejenigen bei der Zutheilung besonders berücksichtigen, von denen wir annehmen, daß sie feste Zeichner sind — und das ist das Mildeste. Aber in einem Falle ist auch ausdrücklich gesagt: Wir werden diejenigen bevorzugen, welche sich verpflichten, ihre Aktien bis zu einem genannten Termin nicht zu verkaufen. Ich will hinzufügen, daß meines Wissens und nach meiner Erkundigung diese Offertbriefe niemals der Kognition des Börsenkommissariats unterlegen haben, und daß das Kommissariat seine Aufmerksamkeit — wie ich glaube — eben nur auf den Prospekt richtet, nicht auf die Art und Weise, auf den Kurs und die Form, in welcher das Emissionshaus die Sache auf den Markt bringt. Die Sperrklausel aber ist bisher einer besonderen Kognition, einer Billigung oder Ablehnung, nicht unterzogen worden.

Vorsitzender: Ich bin damals nicht zugegen gewesen. Herr Geheimrath Gamp führte den Vorsitz.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich kann konstatiren, daß ich dieses Mißverständniß zwischen den beiden Herren sofort bemerkte und auch meinerseits glaubte, aus den mir bekannten Thatsachen der Auffassung des Herrn Redakteurs Wiener beitreten zu können, daß in der That zwar nicht im Prospekt, aber in dem Anschreiben, beziehungsweise in der Presse eine Sperre ausgesprochen ist, oder, wie auch Herr Frentzel eben richtig ausgeführt hat, eine Begünstigung derjenigen in Aussicht gestellt worden ist, welche sich der Sperre unterwerfen.

Vorsitzender: Wir können nun wohl zu Nr. 14 übergehen, welche gewissermaßen einen Anhang zu den vorangehenden Nummern bildet. Die Frage lautet: „Haben sich aus der Existenz und dem Betrieb der sogenannten Maklerbanken gemeinschädliche Uebelstände ergeben, und wie ist denselben eventuell zu begegnen?"

Sachv. **Salomon:** Wir haben in Berlin drei Maklerbanken mit 3 bis 4 Millionen Grundkapital.

(Ruf: Jede?)

— Ja wohl, jede. Die Fragestellung ist wohl meines Erachtens darauf gerichtet, erstens, festzustellen, ob diese Maklerbanken die Spekulation übermäßig befördern oder erleichtern, und ferner dadurch nachtheilig oder gemeinschädlich wirken, daß sie sich unter einander zusammenthun und dadurch zur Ausbeutung des Publikums führen könnten. Ich möchte darauf erwidern, daß nach meiner Ansicht der Betrieb der Maklerbanken in Berlin zu einer Klage keine Veranlassung bietet. Die hiesigen Maklerbanken haben eine recht geordnete, sorgfältige Geschäftsführung, und sie haben in sehr hohem Maße dazu beigetragen, das Geschäft der Berliner Börse auf seine jetzige Weltstellung zu heben und dem Geschäft eine gewisse Sicherheit zu verleihen, insofern diejenigen, welche irgend welche Geschäfte zu kontrahiren haben, einen sicheren Kontrahenten sich gegenüber haben, mit dem sie jederzeit Gelegenheit haben, ein Geschäft abzuwickeln, sei es nun, daß sie kaufen oder verkaufen wollen. Dieselbe Maklerbank kauft wieder zurück, statt daß erst ein Dritter aufgegeben würde. Insofern hat sich das Geschäft außerordentlich entwickelt und ist auch solider geworden, weil diese Banken nach ganz bestimmten Prinzipien verfahren, weil sie den Kredit beschränken und bei bedeutenden Spekulationen einzelner Personen — entweder direkt oder durch ihre Angestellten, welche bemerken, daß die betreffenden Leute einen übermäßig ausgedehnten Handel betreiben und nach irgend einer Richtung hin sich zu sehr engagiren — in der Lage sind, beschränkend auf derartige Spekulationen einzuwirken.

Ich muß bei dieser Gelegenheit bemerken, daß die Maklerbanken nicht allein derartige Geschäfte betreiben, sondern daß es eine ganze Reihe von reichen Privatmaklern oder auch einzelnen Firmen giebt, welche in gleicher Weise Geschäfte machen. Daß die Maklerbanken sich in irgend einer Weise zusammenthäten und das Publikum ausbeuteten, davon ist mir nichts bekannt geworden. Ich habe ihre Geschäftsführung nur als eine solide und anständige kennen gelernt.

Vorsitzender: In der Presse ist behauptet worden, in den Aufsichtsräthen der Maklerbanken säßen die Chefs großer Finanzinstitute, und diese benützten ihre Kenntniß von den gesammten Engagements, um daraufhin ihrerseits Operationen vorzunehmen.

Sachv. **Salomon:** Es ist mir nichts Positives darüber bekannt geworden, und ich habe keinen Grund, anzunehmen, daß dies der Fall wäre. Es würde wenigstens die Kenntniß, die jeder einzelne Privatmakler, der von gleicher Bedeutung wie die Maklerbank ist, erlangt hat, ebenso benutzt werden können. Es ist mir nicht bekannt geworden, daß die Aufsichtsraths-Mitglieder ihre Stellung in dieser Weise mißbrauchen.

Graf **von Kanitz:** Ich wollte nur, was das Grundkapital der Maklerbanken betrifft, mir eine Frage gestatten. Der Herr Sachverständige sagte ja eben, die hiesigen drei Maklerbanken haben 3—4 Millionen Mark Kapital. Wir haben neulich von dem Sachverständigen Kämpf, welcher die älteste der hiesigen Maklerbanken leitet, gehört, daß sein Institut allein mit einem Kapital von 3 Millionen arbeitet.

Sachv. **Salomon:** Ich sagte ja auch, jede einzelne.

Graf **von Kanitz:** Also jede einzelne. Dann habe ich das mißverstanden. Ich glaubte, alle zusammen.

Vorsitzender: Ich bitte nunmehr den Herrn Sachverständigen aus Hamburg, sich zu äußern.

Sachv. **Schinckel:** Wir haben in Hamburg auch eine Maklerbank. Es sind Klagen niemals zu meinen Ohren gekommen. Sie wird gewissenhaft geleitet und bietet dem Verkehr eine Sicherheit, die er heute kaum würde entbehren können.

Vorsitzender: Es ist darauf hingewiesen worden, daß die Maklerbank in Hamburg große Gewinne erzielt.

Sachv. **Schinckel:** Ja wohl, es ist ein vorsichtig geleitetes Institut, und ich theile die Ansicht, daß es zur Solidität des Geschäfts beiträgt, wenn auch die Dividende, in Prozenten ausgedrückt, hoch erscheinen mag. Gründe zu Klagen liegen nicht vor.

Vorsitzender: Wie groß ist das Kapital dieser Maklerbank?

Sachv. **Schinckel:** Das ist mir nicht gegenwärtig. Vielleicht kann Herr Dr. Jürgens darüber Auskunft geben.

Sachv. Dr. **Jürgens:** Ich glaube, es sind drei Millionen Mark.

Vorsitzender: Die Dividende geht also in der Hauptsache nur aus den Courtagen hervor?

Sachv. **Schinckel:** Ja, aus den Abgaben, die die Makler zu machen haben. Mir ist es nicht bekannt geworden, daß die Hamburger Maklerbank etwa für eigene Rechnung spekulirt aber sonst dergleichen Geschäfte gemacht hat. Einer meiner Kollegen ist dort Revisor, und der hat mir wiederholt gesagt: Ich bin erfreut über die sachgemäße Ordnung und Geschäftsführung.

Wenn ein Makler sich bei uns auf zu viel Spekulationen einläßt, wenn er sich auf zu weit gehende Engagements einläßt, dann pflegt er ausgewiesen zu werden aus der Maklerbank.

Sachv. **Schröter:** Bei uns existirt keine Maklerbank. Mir ist daher auch nichts Nachtheiliges bekannt.

Sachv. **Finck:** Ich bin außer Stande, hierüber eine Auskunft geben zu können.

Sachv. **Metzler:** Ich kann darüber auch keine Auskunft geben.

Vorsitzender: Sie haben also darüber keine Erfahrung. Dann können wir wohl zu Nr. 15 übergehen.

Ich wollte noch Herrn Kammergerichtsrath Volkmar fragen, ob er sich über die Maklerbanken äußern will.

Kammergerichtsrath **Volkmar:** Ich habe dazu nichts zu bemerken.

Vorsitzender: Wir kommen also zu der Organisation der Börse und den Bestimmungen der Börsenordnungen. Ich brauche die Frage 15 wohl nicht zu verlesen?

Sachv. **Salomon:** Der Kern der Sache ist wohl zunächst die korporative Verfassung der Börse, sie würde gewissermaßen alles Uebrige in sich schließen.

Eine korporative Verfassung der Börse halte ich nicht für ersprießlich, weil ich die Zustände, die an anderen Börsen, namentlich in England, existiren, für uns nicht geeignet halte. Sie hat sich aus unseren Verhältnissen nicht herausgebildet und würde nur dahin führen, daß der Verkehr einer gewissen Anzahl monopolisirter Leute unterstellt wird, die allein ihre Bedingungen stellen, den Verkehr vertheuern, ihn beengen aber noch ihren eigenen Interessen und Wünschen dirigiren können. Unsere Handelsfreiheit und Zutrittsfreiheit ist ein kostbares Gut, das wir uns erhalten sollen. Wir haben vielfach erlebt, daß diejenigen, welche klein zur Börse gekommen sind, sich zu nützlichen Existenzen entwickelt haben, und andererseits solche, die mit großem Kapital hinkamen, sich als schädlich erwiesen haben. Ich bin der Meinung, daß der Zutritt, die Zulassung zum Börsenbesuch erschwert werden

soll, und wir ihn von gewissen Bedingungen, die ich gleich nennen werde, adhängig machen sollen, daß aber eine korporative Verfassung dei uns nicht eingerichtet werden sollte.

Ich würde dafür sein, daß die bisherige Einrichtung der Korporation der Kaufmannschaft, welche den Zutritt zur Börse gewährt, sofern die Eintragung ins Handelsregister erfolgt ist und die Vorbedingung der persönlichen Empfehlung erfüllt ist, dahin adgeändert werde, daß die Zahl der Empfehlenden vergrößert wird. Heute genügen schon 2 bis 3 Korporationsmitglieder. Ich würde das von einer größeren Zahl adhängig machen, drei Empfehlungen kann sich jeder mal verschaffen, ich würde vielleicht 10 bis 15 vorschlagen; ich würde 15 nicht für zu viel verlangt halten, denen dann auch, adgesehen von ihrer Empfehlung, eine gewisse moralische Bürgschaft auferlegt werden soll, in der Weise, daß, wenn die Betreffenden sich mal etwas zu Schulden kommen lassen, dies durch Aushang vielleicht oder in irgend einer Weise zur Kenntuiß gedracht wird und dabei bemerkt wird, wer die Betreffenden zur Zeit empfohlen hat, damit dem vorgedeugt wird, daß aus Gefälligkeit oder leichtsinnig die Leute, ohne geprüft zu haden, mit ihren Empfehlungen leicht dei der Hand sind. Realkautionen halte ich nicht für nöthig, die würden den moralischen Effekt meines Vorschlages nicht erreichen. Im übrigen würde die Bedeutung der Realkaution von der Größe der Geschäfte abhängen. Die Kaution könnte unter Umständen, wenn sie nur 2—3 000 Mark deträgt, verschwindend gering sein, und wenn sie wieder zu hoch bemessen ist, eine Art von Vermögenskonfiskation dedeuten, indem dem Betreffenden Kapitalvermögen entzogen würde, welches er für andere Zwecke braucht.

Vorsitzender: Es ist allerdings schwer, zu sagen, wie hoch diese Kaution zu bemessen sein würde, um eine Garantie zu bieten.

Sachv. **Salomon:** Es würde vielleicht für einen eine Million nicht genügen und für andere schon 1 000 Mark zu viel sein.

Vorsitzender: Könnte man nicht die moralische Bürgschaft, wie Sie es nennen, durch einen Revers verschärfen?

Sachv. **Salomon:** Ja, das ist auch sehr schwer. Man darf die Bedingungen nicht in der Weise erschweren, daß man schließlich überhaupt Keinen finden kann, der bürgt. Man kann den Bürgen doch nur dasjenige auferlegen, was sie vernünftigerweise leisten können. Also ich würde vorschlagen, daß die Empfehlenden die Verpflichtung hätten, von ungünstigen Wendungen in den Nachrichten, welche die Betreffenden über die Persönlichkeit des Empfohlenen etwa später empfangen sollten, Kenntniß zu geden und außerdem, wie ich dereits angeführt habe, die Androhung für die Empfehlenden, daß es, wenn auch nicht gerade durch die Schande des öffentlichen Aushanges, aber doch in irgend einer Weise, sei es z. B. in einer Sitzung des Vorstandes, erwähnt wird, und wenn eine Strafe verfügt wird, beispielsweise in dem Urtheil gesagt wird: „Der und der, empfohlen durch die und die.“ Das fällt auch unter die Erweiterung der Disziplinarbefugniß. Man könnte den Börsenvorständen diese Befugniß einräumen. Das wäre eine Sache der Börsenordnung. Wenn ich es auch für gut halte, den Namen beizufügen, so würde ich andererseits nicht dafür sein, den Bürgen so viele Bedingungen aufzuerlegen, daß sie sich gewissermaßen für ewige Zeiten für den Mann, den sie empfohlen haben, verpflichten.

Vorsitzender: Worin soll nun die von Ihnen verlangte moralische Verbindlichkeit destehen?

Sachv. **Salomon:** Daß die Bürgen dem ausgesetzt sind, daß sie unter Umständen, wenn der Betreffende sich etwas hat zu Schulden kommen lassen, öffentlich genannt werden können.

Vorsitzender: Sie haben also Ihren Vorschlag abgeschwächt zu einer Befugniß der Aeltesten, den Namen des Empfehlenden dem Strafurtheil beizufügen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur die Frage an den Herrn Sachverständigen richten, ob es nicht seinen Intentionen entsprechen würde, wenn in den Revers eine Bestimmung aufgenommen würde, daß dem Bürgen Nachtheiliges über den Geschäftsbetrieb des Betreffenden nicht bekannt sei, also nicht solche Dinge, die, ich will mal sagen, der Ehre eines anständigen Kaufmannes widersprechen. Dadurch, glaube ich, würde schon eine ganze Reihe von zweifelhaften Elementen ferngehalten werden können, und das scheint auch nicht zu viel verlangt von dem Bürgen, daß er in einer Urkunde öffentlich erklärt, daß ihm nichts Nachtheiliges bekannt sei.

Sachv. **Salomon:** Ja, das halte ich für selbstverständlich, daß ein anständiger Mann überhaupt Niemand empfehlen wird, über den ihm Nachtheiliges bekannt ist.

Vorsitzender: Sie würden also nichts dagegen haben, daß das im Revers Ausdruck findet?

Sachv. **Salomon:** Ich würde sagen, wer so etwas unterschreibt und doch anderer Meinung ist, würde nicht anständig handeln.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Seitens eines der Herrn Sachverständigen wurde besonderes Gewicht darauf gelegt, daß die Empfehlung eines neuen Börsenbesuchers nicht schriftlich, sondern vorzugsweise mündlich vor einer Kommission erfolgen sollte, der dann zugleich die Pflicht obliegen würde, die Empfehlenden auf die Verantwortlichkeit hinzuweisen, die sie damit übernehmen; würden Sie sich davon etwas versprechen?

Sachv. **Salomon:** Das halte ich auch für ganz gut.

Vorsitzender: Es ist auch eine protokollarische Vernehmung empfohlen worden. Würden Sie das gleichfalls befürworten?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Würden Sie Gewicht darauf legen, wenn man bei der Meldung eines Mitgliedes zur Aufnahme in die Korporation eine Art von protokollarischer Vernehmung der Empfehlenden einführte und dann einen Aushang an der Börse darüber machte, der also etwa besagte: „Die Aufnahme des Herrn XX., empfohlen durch die und die steht in Frage, und es wird in der und der Sitzung darüber beschlossen werden," so daß also eventuell Leute, die gegen den Betreffenden eine begründete Einwendung zu machen in der Lage wären, die nöthige Zeit hätten, um dem Aeltestenkollegium oder dem Börsenvorstande mitzutheilen: Wir haben über den Mann das und das zu berichten.

Sachv. **Salomon:** Das scheint mir eine ganz praktische Maßregel zu sein. Ich möchte andererseits darauf hinweisen, daß man die Befugnisse der Börsenbehörden in Bezug auf die Aufnahme — das habe ich bisher nicht erwähnt — nicht so weit ausdehnen kann, daß der Betreffende gewissermaßen vollständig auf den guten Willen des Börsenkommissariats angewiesen wäre, daß also unter Umständen, wenn er vom Börsenbesuche ausgeschlossen wird, seine Existenz verlieren könnte, was gleichbedeutend mit einer gerichtlichen Verurtheilung sein würde. Es müßte also bei eventuellen Einwendungen — ich setze voraus, daß er diese beibringen muß — eine Berufung an eine höhere Instanz vorbehalten bleiben, um den Eintritt unter gewissen Verhältnissen erzwingen zu können, vorausgesetzt, daß der Betreffende in der Lage ist, die erwähnten Bürgschaften beizubringen.

Vorsitzender: Sie denken dabei vielleicht an das Oberverwaltungsgericht.

Professor **Cohn:** Ich möchte nur den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht in der That den Eindruck

hat von den Einrichtungen, die gegenüber Falliten — sei es vorher schon fallit Gewesenen oder solchen, die im Laufe der Börsenthätigkeit fallit geworden sind — an der Berliner Börse bestehen, daß sie doch nicht recht streng sind, und ob er nicht glaubt, daß gegenüber den Gewohnheiten und Einrichtungen der Berliner Börse doch so manches angesichts der Beispiele anderer Börsen, geändert werden könnte. In § 30 der Bestimmungen der Londoner Stock-Exchange heißt es: „Niemand, der sich um Zulassung zur Börse meldet, darf vorher bankerott gewesen sein, es sei denn, daß er vollständig mit 20 Sh. für das Pfund" — d. h. mit 100 Prozent — „seine Gläubiger befriedigt hat." Und es heißt weiter im § 35: Derjenige, welcher als Mitglied der Börse bankerott geworden ist, darf nur unter erschwerenden Bedingungen zugelassen werden. Es muß vorher von jedem Insolventen ein Antrag über den Wunsch seiner Wiederzulassung gemacht werden, und dies auch nur, wenn das Komitee es gestattet; und zwar mindestens 21 Tage lang muß dieser ausgehängt werden. Das Komitee soll dann seine Bewerbung in Erwägung ziehen auf Grund eines Berichts seitens des Subkomitees, welches wiederum in spezieller Weise zusammengesetzt ist. Wenn dieses Komitee es angemessen findet, dann darf ein Insolventer wieder zugelassen werden, auch ohne den obigen Anschlag, auf Grund der Berichte des Subkomitees, welches erklärt, daß er alle Verpflichtungen gegenüber seinen Gläubigern vollständig erfüllt hat. Genug also, diese Bestimmung, sowohl gegenüber Persönlichkeiten, welche früher im geschäftlichen Leben fallirt haben, wie auch solchen, die an der Börse fallirt haben, kommt darauf hinaus, daß man immer voraussetzt, sie sollen vollständig, nicht blos etwa eine Dividende, sondern 100 für 100 bezahlt haben.

So viel ich weiß, bestanden an der hiesigen Börse von jeher und auch heute noch viel laxere Einrichtungen. Es kommt sehr oft vor, daß Leute nicht blos einmal, sondern wiederholentlich nur eine geringe Dividende gezahlt haben und immer wieder zugelassen werden. Ich weiß nicht, ob Sie diese bestehende Praxis gegenüber der in London bestehenden aufrechterhalten wollen. Mir scheint das einigermaßen im Widerspruch zu stehen mit Ihrem Bestreben, eine straffere Disziplin an der Börse in Geltung zu bringen.

Sachv. **Salomon:** Die Bestimmungen der Londoner Börse sind mehr auf eine Korporation zugeschnitten, die sogar so eng begrenzt ist, daß man sie beinahe als einen Klub bezeichnen kann, der gewissermaßen ballotirt. Das wäre für unsere Einrichtungen meines Erachtens nicht zutreffend. Ich meine, daß Jemand, der wegen Zahlungsunfähigkeit einmal ausgeschlossen worden ist, allerdings seine Einführung von Neuem beantragen muß und dann unter den Kautelen, die ich für die erste Zulassung befürwortet habe, zum zweiten Male zugelassen werden kann. Ich meine, dadurch würde schon eine erhebliche Verbesserung geschaffen werden, und derjenige Kaufmann, der einmal, sei es verschuldet oder unverschuldet, in Bankerott gerathen ist, ist doch schließlich nicht verurtheilt zu ewiger Existenzlosigkeit. Das wäre meines Erachtens eine viel zu harte Strafe, die weit über das berechtigte Maß hinausginge.

Ich würde also der Meinung sein, daß die gegenwärtigen Bestimmungen, die ja auch darauf hinausgehen, daß jemand, der seine Verpflichtungen nicht erfüllt hat, von der Börse ausgewiesen werden kann, wenn irgend einer seiner Gläubiger es verlangt, nicht so unwirksam sind, wie Herr Professor Cohn meint, und wenn irgend ein Gläubiger, dem vielleicht in seinem eigenen Interesse an dem Wiederaufkommen seines Schuldners liegt, ihm Indult geben will, sein Recht nicht geltend machen will, so sollten wir ihn nicht daran hindern. Wir haben durch die Kautelen, die ich für die Zulassung vorgeschlagen habe, die nöthigen Garantien, daß Leute, die sich etwas Arges haben zu Schulden kommen lassen, nicht wieder zugelassen werden.

Professor **Cohn:** Glauben Sie wirklich, daß Sie dem Mann, der so ohne Weiteres von der Börse ausgeschlossen wird, seine sonstige Erwerbsfähigkeit nehmen? Giebt es denn nicht, namentlich in den großen Verhältnissen von Berlin und ähnlichen Orten noch mancherlei andere Gelegenheiten, wo der Mann seinen Erwerb finden kann?

Sachv. **Salomon:** Wenn die Leute nichts anderes gelernt haben, wenn sie zu körperlicher Arbeit vielleicht untauglich sind, nein.

Professor **Cohn:** Ich komme auf einen Punkt zurück, der vor mehreren Wochen hier schon angeregt worden ist, zu der Thatsache, daß — ich will nicht sagen sehr viele — aber doch eine Reihe von zweifelhaften Existenzen aus anderen Berufsarten, aus kaufmännischen oder industriellen Geschäften, Börsenspekulanten werden, so daß man die Sache hier nicht so ansehen darf, wie wenn etwa ein studirter Mann, ein richtig gelernter Geschäftsmann aus seiner speziellen Branche hinausgestoßen wird. Ich möchte doch sagen, daß es sich hier um Leute handelt, die sich mit einer gewissen Versatilität in ein solches Geschäft hineinfinden und sich auch ebenso wieder herausfinden können.

Sachv. **Salomon:** Das kommt nicht so häufig vor, wie Herr Professor Cohn glaubt, denn es ist an der Börse für einen Laien außerordentlich schwer, sich zu ernähren. Es geht auch thatsächlich einer bedeutenden Anzahl von Personen außerordentlich schlecht, die wir allerdings an der Börse besser nicht haben würden, die wir aber dulden müssen, weil sie eben diejenigen Bedingungen erfüllt haben, die wir für den Fall der Zulassung stellen. Diejenigen, die aus anderen Branchen zur Börse kommen, pflegen sich in den meisten Fällen sehr bald wieder zu verziehen. Denn auch zum Börsengeschäft gehört eine außerordentliche Sachkenntniß und Erfahrung, wenn jemand es vorwärts bringen will.

Professor **Cohn:** Denken Sie aber nicht daran, daß diese Existenzen wesentlich dazu beitragen, das Niveau der Börse herabzudrücken? Was Sie sagen, könnten auch die Advokaten sagen, könnte ein Rechtsanwalt zu Gunsten der Winkelkonsulenten geltend machen; es seien das meist allerdings ganz zweifelhafte Existenzen, es fänden aber allerhand Leute ihr Brot dabei, denen man es doch nicht nehmen könne. Nichtsdestoweniger wird das in diesem Falle nicht anerkannt.

Sachv. **Salomon:** Ich halte die kleinen Leute auch für ein ganz nützliches Element. Es handelt sich um Ausnahmen. Natürlich muß man die für unvermeidlich halten, wenn man eben das Prinzip des freien Zutritts zur Börse aufrecht erhalten will.

Professor **Cohn:** Ja, das Prinzip der Freiheit, das Sie immer anrufen, steht hier gerade in Frage. Darum handelt es sich, und darum erlauben Sie mir wohl, daß ich, weil wiederhalt dieser Irrthum aufgetreten ist, einer Uebertreibung entgegentrete. Es ist auf die strafferen Bestimmungen der Londoner Stock-Exchange hingewiesen worden, und es ist ein Irrthum, wenn man sagt, das ist eine Korporation. Das ist keine Korporation. Eine Königliche Kommission vom Jahre 1878 hat darauf angetragen, im Wege eines parlamentarischen Aktes eine Korporation daraus zu machen. Das ist aber nicht geschehen, und die Bestimmungen der Londoner Börse sind sehr weit entfernt davon; auch die klubartigen Einrichtungen sind nicht, wie Sie glauben, eine Steigerung der Korporation, sie sind vielmehr ein Minus.

Es handelt sich in der That um eine Art von Klub, wie derselben viele sich in London befinden, von Privatgesellschaften, die sich zusammenthun und sagen, so viel kostet es Eintrittsgeld und so viel jährlich Beitrag, und wir nehmen allerdings nur Leute auf, die eine gewisse ständische Ehre kennen. Es müssen gewisse Merkmale für die zuzulassenden

Leute vorhanden sein, es ist aber durchaus irrig, wenn man meint, dieser Klub, der aus reichlich 2 000 Leuten sich zusammensetzt, sei eine Korporation, die wer weiß wie aristokratisch gegliedert sei. Das ist gar nicht der Fall. Es sind nur etwas straffere Bedingungen für die Mitgliedschaft vorhanden als bei uns. Warum sollen wir nicht dasselbe thun, wo doch bisher bei uns eine viel weitergehende Freiheit besteht, und wo doch immer bekanntlich England als das Land wirthschaftlicher Freiheit angerufen wird.

Sachv. **Salomon:** Wir haben die Erfahrung, daß wir an der Londoner Börse bedeutend mehr Vermittlungsgebühr bezahlen müssen, wenn wir Geschäfte machen, als an irgend einer anderen; daß dieser Klub, wie Sie es richtig nennen wollen, sehr wohl seine Bedingungen aufrecht zu halten weiß, und erhebliche Abgaben zieht. England ist durch sein wirthschaftliches Uebergewicht in der Lage, das zu erzwingen. Die Aufnahmebedingungen in London sind außerordentlich hart. Es wird verlangt ein langjähriger Aufenthalt in England, eine hohe Kaution von, wenn ich nicht irre, 5 000 Pfund Sterling. Es ist bekannt, daß man nur sehr schwer hineinkommt, oder nur durch langjährige Beziehungen. Ich glaube, das sind Verhältnisse, die wir bei uns nicht für wünschenswerth halten sollen. Ich gebe ja zu, daß vielfach der Wunsch bestehen mag, den Kreis der Börse zu verengern und nur eine geringe Zahl von Personen zuzulassen, aber es wird wohl schwer sein, hier eine passende Grenze zu finden, wenn man sie nicht etwa von bestimmten Vermögensverhältnissen abhängig machen wollte.

Professor **Cohn:** Könnte ich vielleicht ungefähr die Zahl der Mitglieder der Berliner Börse von Ihnen hören?

Sachv. **Salomon:** Es sind, wenn ich nicht irre, mehrere Tausend. Vielleicht weiß Herr Kommerzienrath Frentzel darüber bessere Auskunft zu geben.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Die Mitgliedschaft wird in Berlin geknüpft an die Zugehörigkeit zur Korporation, und diese umfaßt etwa 2 000 Mitglieder. Außerdem haben auch die nicht korporirten Kaufleute nach Maßgabe besonderer Umstände Zutritt zur Börse. Herr Professor Cohn hätte seine Frage eigentlich so stellen müssen: wie groß die Zahl der faktischen Börsenbesucher ist. Die wird auf ungefähr 2 000 angenommen. Eine bestimmte Zahl anzugeben, ist sehr schwierig, weil eine Menge zugelassen sind zum Börsenbesuch, welche faktisch nicht hinkommen. Ich glaube schätzungsweise, daß die Hälfte der Korporationsmitglieder nie einen Fuß an die Börse setzt, vielleicht kommt nur ⅓ an die Börse.

Professor **Cohn:** Setzt sich diese Zahl der 2 000 ständigen Börsenbesucher allein aus den Besuchern der Fondsbörse zusammen?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Sie setzt sich aus den Besuchern der Fondsbörse und der Produktenbörse zusammen.

Professor **Cohn:** Also alle beide zusammen. Und nun bitte ich Sie: Wenn im Gegensatz dazu die Londoner Fondsbörse allein bereits vor etwa 20 Jahren reichlich 2 000 Mitglieder hatte, die sich seither doch bedeutend vermehrt haben, wenn ferner dort meistens nur die Jobbers und Brokers verkehren und der Spekulant die Börse überhaupt nicht besucht — er ist Auftraggeber, und seine Aufträge werden durch das Organ dieser beiden Kategorien besorgt —, wenn also dort seit Jahrzehnten eine so starke Zahl verkehrt, ohne die Spekulanten, und wir hier noch lange nicht diese Zahl erreicht haben, wie können Sie da behaupten, das sei etwas besonders Abschließendes, wo der Zutritt mit ungeheuren Schwierigkeiten verknüpft sei? Die Eintrittskaution, die Sie genannt haben,

ist viel zu hoch angegeben, ich könnte Ihnen andere Zahlen nennen. Sie sind viel kleiner. Indessen, das ist nicht der Mühe werth. Man kann also nicht sagen, es handle sich bei der Londoner Börse um etwas Exklusives, Abschließendes. Es ist thatsächlich auch ein freier Markt.

Sachv. **Salomon:** Vielleicht ist Herr Kommerzienrath Mendelssohn besser in der Lage, über die Verhältnisse, die ich nicht so genau kenne, Auskunft zu geben.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich wollte nur, da ich das Wort habe, darauf hinweisen, daß hier die großen Bankiers und die Kaufleute oft sehr viel Angestellte auf der Börse haben, die großen Banken vielleicht 10 bis 12 Kommis, und ich glaube, daß diese die Zahl der Börsenbesucher als solche nicht unerheblich heraussetzen. Ich möchte ferner darauf hinweisen, daß man berücksichtigen muß, daß die Einwohnerzahl von London, die absolute Ziffer, eine sehr viel größere ist und in Folge dessen auch die kaufmännischen Kreise sehr viel ausgedehnter sind und sich daraus allein schon eine größere Personenzahl an der Londoner Börse ergeben wird.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich glaube, der wesentliche Unterschied zwischen London und Berlin ist darin zu finden, daß die Londoner Stock-Exchange ein Klub ist, welcher nur eine gänzlich freie Vereinigung ohne irgend welche Einwirkung des Staates bildet und seine Bedingungen feststellt nach dem, was er für seine örtlichen Verhältnisse als das Richtigste erachtet. Die Londoner Stock-Exchange würde vielleicht erstaunt sein, wenn eine Versammlung ihr über das, was ihr gut und vernünftig wäre, einen Rath ertheilen wollte, während wir hier auf einem Boden stehen, der ein ganz anderer ist, wo man von Oeffentlichkeit wegen, von Staats wegen diese Verhältnisse reguliren will. Und daraus, meine ich, geht hervor, daß unter Umständen, ebenso wie ein Klub, je nachdem er lustig ist, enger oder weiter sich abschließen will, das thut dieser Klub aus seinem inneren eigenen Belieben heraus, und nicht auf Grund öffentlicher Erwägungen, während unsere Erwägungen doch auf das öffentliche Wohl gehen.

Professor **Cohn:** Da möchte ich mir erlauben, Folgendes zu bemerken. Daß der Klub so erstaunt gewesen ist über etwaige staatliche Regulirung, können wir thatsächlich nicht behaupten. Thatsächlich hat das englische Parlament und die englische Regierung in den Jahren 1875 und 1877 sich sehr eingehend, einmal der Parlamentsausschuß, das andere Mal eine königliche Kommission mit der Sache beschäftigt und Vorschläge gemacht über die Reform dieses Klubs. Es wurde vorgeschlagen, er solle zu einer öffentlichen Korporation gemacht werden. Das Parlament hat die Sache gehen lassen, weil das in England überhaupt sehr langsam geht. Das langsame Tempo der englischen Gesetzgebung ist gerade nicht ein Ideal für kontinentale Verhältnisse, das ist eine Sache für sich. Aber zweitens bleibt es wahr, daß der Klub aus freier Initiative besteht und so weitgehende Schranken errichtet, welche bei den Mitgliedern der Börse hier zu Lande Mißfallen erregen, und daß die Einwirkung des Staats, die unsere Börsenmänner wünschen, auf viel Geringeres herauskommen würde, als was dieser Klub nach freier Initiative thut.

Graf **Arnim:** Ich möchte an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, inwiefern die kleinen Spekulanten von Nutzen sind. Sie haben vorhin gesagt, daß es im Großen und Ganzen erwünscht sein würde, die kleinen Spekulanten fern zu halten; auf der anderen Seite aber haben Sie behauptet, daß sie von Nutzen seien. Es ist nun eine Thatsache, daß dieselben häufig von großen Bankhäusern den Auftrag erhalten, die Kurse herauf- und herunterzuschreien und einen kleinen Antheil an dem dadurch erzielten Kurs-

gewinn erhalten. Ob das im Interesse einer normalen Kursbildung vortheilhaft ist, möchte ich dahingestellt sein lassen. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob diese Herren noch andere nützliche Thätigkeiten ausüben. Daß der Ton an der Börse durch diese Personen doch nicht gebessert wird, möchte ich schon daraus schließen, daß eine ganze Menge von den Herren, wie wir gehört haben, an die Börse zu gehen sich scheuen. Während, wie Ihnen bekannt ist, an anderen Börsen alle angesehenen Kaufleute und Bankiers gerne hingehen, und ich möchte sagen, die Börse als einen geselligen Vereinigungspunkt ansehen, wie es in Bremen zum Beispiel der Fall ist, geht man, wie mir scheint, hier nur gezwungen an die Börse, weil hier eben ein Ton herrscht, welcher durch die kleinen Spekulanten hervorgerufen, nicht jedem sympathisch sein dürfte.

Sachv. **Salomon:** Ich habe nicht von kleinen Spekulanten, sondern von kleinen Existenzen gesprochen. Es ist nicht jeder, der zur Börse geht, Spekulant, sondern ein viel größerer Theil, als die Herren annehmen, und als man in der Oeffentlichkeit glaubt, erwirbt dort in rechtschaffener Weise, sei es durch legitime Geschäfte, oder durch Vermittelung sein Brot. Ich bin fern davon, diese kleinen Leute, wenn Sie sie so charakterisiren wollen, besonders zu protegiren. Ich gebe zu, daß manche hinkommen, welche den Aufenthalt an der Börse nicht gerade angenehm machen. Das hängt aber mit den Vermögensverhältnissen nicht zusammen. Es giebt auch sehr reiche Leute, die sich sehr schlecht betragen, und dann auch kleine Leute, die ein recht gutes Benehmen haben. Wenn Sie meinen, daß die Bankhäuser die kleinen Spekulanten hinschicken, um die Kurse herauf- oder herunterzuschreien, so würde das wenig nützen. Es müßten doch schon angesehenere Leute sein, die einen Einfluß auf die Kurse ausüben könnten. Ein Einfluß auf die Kurse wäre in viel wirksamerer Weise dadurch zu erzielen, wenn ein potenter Makler, ein kapitalkräftiger Makler oder Vermittler hingeschickt wird und wirklich verkauft oder sich erbietet theuer zu kaufen, wo er dann allerdings auch verpflichtet ist, Wort zu halten, und jedem, der aus der Korona ihm etwas giebt, jedem Kreditfähigen es abzunehmen. Ich bin ja auch der Meinung, daß der Aufenthalt an der Berliner Börse an sich kein angenehmer ist. Das liegt zum Theil auch an den lokalen Verhältnissen. Das Lokal selbst ist nicht glücklich gebaut, es schallt wieder, und alle diese Dinge veranlassen auch manchen, sich von der Börse zurückzuziehen. Daß aber gerade diese Existenzen, die kleinen Leute, in der Beziehung etwas dazu beitragen sollten, kann ich nicht zugeben. Die Zahl der Börsenbesucher wird — worin ich Herrn Kommerzienrath Mendelssohn zustimme — dadurch ganz erheblich vermehrt — meines Erachtens sind es mindestens 1 500 mehr als Herr Geheimer Rath Frentzel taxirte —, daß sehr viele Beamte von Bankhäusern, Kommis und auch Vertreter der Presse anwesend sind. Alles das spielt mit, nicht für die Geschäfte, sondern für die Annehmlichkeit oder Nichtannehmlichkeit des Aufenthalts.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wenn von einer Seite darauf hingewiesen ist, daß an anderen Börsen besonders auch Bankiers in eigener Person vertreten sind, so möchte ich darauf aufmerksam machen, daß gerade an der von Herrn Professor Cohn bevorzugten Börse, der Londoner Börse, und zwar an der Fondsbörse, überhaupt gar kein Bankier ist, sondern ausschließlich der Jobber und der Broker.

Professor **Cohn:** Das hatte ich schon gesagt, um weiterhin den Umstand zu beleuchten, daß die Zahl eine sehr große ist.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Herr Graf Arnim meinte eben, daß an andere Börsen die Leute sehr gern hingingen.

Professor **Cohn:** Rothschild in London geht nicht zur Börse.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** In London geht überhaupt kein Bankier an die Fondsbörse.

Sachv. **Salomon:** Ich habe den Eindruck, als ob die Kautelen, welche ich für die Zulassung vorgeschlagen habe, ausreichend sind. In Verbindung damit halte ich eine stärkere Disziplinargewalt der Börsenbehörden für ersprießlich, um diejenigen Elemente von der Börse fern zu halten, die sich als ganz unnütz und schädlich erweisen, und um dieselben wieder zu entfernen, wenn sie von früher her sich an der Börse befinden oder irrthümlich oder durch Mißbrauch zugelassen sind.

Vorsitzender: Besonders erschwerende Bedingungen für Fallitgewordene wollen Sie nicht festsetzen?

Sachv. **Salomon:** Ich halte die von mir vorgeschlagenen Kautelen, besonders die protokollarische Vernehmung, für genügend.

Vorsitzender: Wie soll es nun gehalten werden, wenn Jemand seine Verpflichtungen nicht begleicht und dann nach kurzer Zeit wieder an der Börse erscheint?

Sachv. **Salomon:** Wenn jemand bei der Börsenbehörde anzeigt, daß ein Börsenbesucher ihm etwas schuldig ist, so wird, wenn es sich um eine rechtskräftige Forderung handelt, der Beschuldigte gleichzeitig mit dem, der ihn angeschuldigt hat, vorgeladen, er wird vernommen und wenn er Einwendungen nicht beibringen oder seine Zahlung nicht nachweisen kann, so wird er von der Börse verwiesen, und zwar auf die Zeit, bis er bezahlt hat, mindestens aber auf drei Monate. Es braucht aber nicht jeder diese Rechte geltend zu machen, und ich meine, wenn ein Gläubiger Nachsicht hat und das Recht nicht geltend macht, so sollte man das nicht erschweren.

Vorsitzender: Es kann sehr leicht vorkommen, daß ein Gläubiger, wenn er anfänglich den Schuldner angezeigt hat, vielleicht nachher geneigt ist, die Anzeige zurückzunehmen, in der Hoffnung, daß der Betreffende durch das Geschäft an der Börse so viel verdienen wird, um ihn nachher bezahlen zu können.

Sachv. **Salomon:** Das ist eine Praxis, die natürlich der Börsenbehörde nicht angenehm ist, wogegen sie aber nichts einwenden kann. Wenn der Betreffende erklärt, er hat nichts zu bekommen, er ist befriedigt, dann ist uns nach unserer Börsenordnung kein Mittel gegeben, jemand auszuschließen. Wir können nur wegen Störung der öffentlichen Ruhe und wegen Nichtzahlung ausweisen.

Vorsitzender: Würden Sie nun nicht für eine Ergänzung und Erweiterung der Börsenordnung in dieser Beziehung sich aussprechen?

Sachv. **Salomon:** Allerdings wäre ich für eine Ergänzung. Wir sind häufig mit unseren knappen Paragraphen in Verlegenheit, ob wir ein Delikt, das wir gern ahnden möchten, darunter rubriziren können.

Vorsitzender: Verlangen Sie die Quittung des betreffenden Gläubigers?

Sachv. **Salomon:** In der Praxis wird es erfordert, daß der Gläubiger zu Protokoll oder schriftlich anzeigt, er sei befriedigt.

Vorsitzender: Prozentual oder ganz?

Sachv. **Salomon:** Das ist uns gleich, wie er befriedigt ist, die Hauptsache ist, daß er keine Ansprüche mehr macht. Man kann nicht verhindern, daß ein Gläubiger sein Recht aufgiebt und Nachsicht gewährt. Allerdings könnte man die Befugniß der Börsenbehörde insofern verstärken, daß dem Indult gebenden Gläubiger verboten wird, mit dem-

selben Antrage innerhalb einer zu bestimmenden Frist wieder an die Börsenbehörde heranzutreten. Das würde ich nicht für zulässig halten.

Sachv. **Schinckel:** Ich bin der Ansicht, daß die Verhältnisse an den verschiedenen Plätzen so verschieden sind, daß sich Bestimmungen einheitlicher Natur für die Zulassung zur Börse meiner Ansicht nach unmöglich aufstellen lassen werden. Wenn etwa für Berlin die Form der Korporation ganz zweckmäßig sein mag, so würde dies für Hamburg ganz unausführbar sein. Es sind sehr verschiedenartige Elemente, wie ich schon gestern erwähnte, welche die Börse dort besuchen. Die Börse gehört dem Staate, welcher die Ordnung durch die Handelskammer ausüben läßt, und der Besuch der Börse ist in möglichst weitem Umfange gestattet. Es kann also eo ipso bei uns jeder die Börse besuchen. Er erwirbt dadurch kein besonderes Recht. Wer besondere Rechte haben will, z. B. das Wahlrecht für die Mitglieder der Handelskammer, hat sich zu diesem Behufe in ein Register eintragen zu lassen und wird dann Mitglied des sogenannten „ehrbaren Kaufmannes“. Der ehrbare Kaufmann wählt die Mitglieder der Handelskammer. Mitglieder können nur solche werden, die entweder Inhaber einer in das Handelsregister eingetragenen Firma sind, oder Vorstände von Aktiengesellschaften. Das Gros der Börse, die meisten Besucher, sind nicht registrirt. Sie besuchen trotzdem die Börse und geben auch keinen Anlaß zu irgend einer besonderen Einrichtung. Die Hamburger Börse wird bekanntlich von einer nach Tausenden zählenden Anzahl von Leuten besucht, und es geht trotzdem da recht ordentlich zu.

Vorsitzender: Sie meinen also, in Hamburg haben sich die bestehenden Bestimmungen bewährt? Den übrigen Börsen wollen Sie keine Vorschriften machen?

Sachv. **Schinckel:** Ich wollte noch besonders hervorheben, daß in Hamburg es zur größten Schande gehört, von der Börse verwiesen zu werden. Das ist das beste Mittel, um die Börse in Ordnung zu halten. Unsere Börsenordnung ist vom Senat genehmigt und wird durch die Handelskammer ausgeübt. Sie ist eine ziemlich straffe. Eo ipso werden Personen ausgeschlossen, die nicht im Vollbesitz der bürgerlichen Ehrenrechte sind, und auch solche, die in Konkurs gerathen sind, so lange, als der Konkurs nicht wieder aufgehoben ist, und ich wollte hinzufügen: die völlige Bezahlung der alten Schulden wird man nicht verlangen können, nachdem gesetzlich durch einen Zwangsvergleich das Konkursverfahren beendet und es so dem Schuldner ermöglicht ist, in dieser Form seine Verpflichtungen zu erledigen. Sobald der Konkurs aufgehoben ist, sind die Leute wieder zuzulassen. Die Börsenordnung wird von der Handelskammer in straffer Weise ausgeübt. Soweit mir bekannt ist, hat sie selten Veranlassung, einzuschreiten, trotz der großen Anzahl der verschiedenartigsten Leute, die bei uns an die Börse kommen. Auch Anwälte besuchen bei uns die Börse.

Sachv. **Schröter:** Bei uns in Königsberg treten ja diese Uebelstände nicht in dem Maße hervor, wie hier in Berlin. Da gehört die Börse der Korporation der Kaufmannschaft. Es bestehen ausreichende Aufsichtsmaßregeln, daß nur diejenigen Korporationsmitglieder zugelassen werden, welche ihren Verpflichtungen nachgekommen sind, und außerdem werden Karten an die Mitglieder vertheilt. Das sind zum großen Theil auch auswärtige, vor allen Dingen die russischen Händler und namentlich auch die polnischen Juden, die wir für den Waarenverkehr brauchen. Da besteht von wegen des Anstandes und der moralischen Eigenschaften der Leute keine Vorschrift. Es läßt sich auch nicht machen. Bei den kleinen Verhältnissen, die wir dort haben, haben sich keine Uebelstände herausgestellt und ich würde eine solche Exklusivität, wie sie vielleicht bei anderen Börsen nothwendig

ist, für unsere Provinzialbörse durchaus nicht für angebracht halten. Ich habe wesentliche Vorschläge nicht zu machen. Ich glaube, die Herren, die sich vorhin über die Berliner Verhältnisse ausgesprochen haben, sind berufener dazu, als ich. Ich glaube nur, daß alle diese Vorsichtsmaßregeln, also mit der Bürgschaft von Seiten anderer, mit der Empfehlung durch eine größere Anzahl von Personen, auch in vielen Fällen nicht werden verhindern können, daß manche Börsenbesucher hinkommen, die besser fern blieben. Das liegt eben in der Natur der Dinge, aber so viel, glaube ich, ist zweifellos, daß eine zu große Exklusivität, wie sie etwa in London, für die Stock Exchange besteht, wohl kaum an irgend einer deutschen Börse den erwünschten Erfolg haben, sondern vielmehr das Geschäft in vieler Beziehung schädigen würde.

Vorsitzender: Wie denken Sie über die Frage der Wiederzulassung in Fällen, wo die Zahlungen eingestellt sind?

Sachv. **Schröter:** Das trifft bei uns eben so wenig zu. Die Korporationsmitglieder sind Hauptbesucher der Börse und da sind entsprechende Bestimmungen getroffen, bei den anderen kümmert man sich nicht viel darum. Es sind aber auch dabei keine Uebelstände hervorgetreten. Es handelt sich meist um den einfachen Waarenverkehr und da würde es kaum möglich sein, daß man alle die Leute kontrolirt, die dahin kommen und die Börse besuchen und auch besuchen müssen.

Sachv. **Finck:** Ich möchte mich den Ausführungen des Herrn Direktors Schinckel anschließen. Es scheint mir ganz unmöglich zu sein, Bestimmungen zu treffen, welche gleichmäßig für alle Börsen in Deutschland in Geltung sein sollen. Wenn ich die Verhältnisse bei uns berücksichtige, so sind sie grundverschieden von denen eines so bedeutenden Platzes, wie Berlin, so daß ich mir nicht denken kann, daß dieselben Bestimmungen absolut für beide Plätze getroffen werden können. Bei unserer Börse ist jedes Mitglied des Münchener Handelsvereins berechtigt, sie zu besuchen. Mitglieder des Münchener Handelsvereins können nicht nur Kaufleute werden, sondern auch Privatleute. Sie müssen unbescholten sein und den Nachweis dafür beibringen, wenn die Vorstandschaft, welche darüber zu entscheiden hat, die Person nicht genau kennt. Es sind mir selbst Fälle bekannt, in denen einzelne versucht haben, Mitglieder zu werden, welche 10 Jahre hindurch zurückgewiesen worden sind, weil irgend ein Makel auf ihnen ruhte und man sie deshalb nicht aufnahm, trotzdem ihnen Empfehlungen zur Seite standen. Bei der begrenzten Zahl der Mitglieder, es sind etwa 600, welche dabei in Frage kommen, von denen vielleicht 120 bis 150 täglich regelmäßig die Börse besuchen, da kennt man sich natürlich. Es wird also kaum auch einem schlimmen Elemente gelingen, sich einen nennenswerthen Kredit zu verschaffen, schädigend auf die Interessen des Einzelnen zu wirken. Also bei unserer verhältnißmäßig kleinen Börse haben sich die Bestimmungen, welche in Geltung sind, so viel mir bekannt ist, vollständig bewährt.

Vorsitzender: Wenn Sie aber hören, daß an der größten Börse, und vielleicht noch an einigen anderen Uebelstände herrschen, würden Sie sich da für die Vorschläge des Herrn Salomon erklären?

Sachv. **Finck:** Ich würde das für absolut räthlich halten, denn diese Maßnahmen sind bei uns schon in Geltung und es sind mir Fälle bekannt, wo einzelne versuchten, Mitglieder unseres Vereins zu werden, welche von 20 Mitgliedern empfohlen wurden und trotzdem seitens der Vorstandschaft nicht aufgenommen wurden. Man hat allerdings manchmal auch Milde walten lassen. Ich weiß einen Spezialfall, der mich auch selbst vielfach beschäftigt hat und wo ich immer sehr für Strenge gewesen bin. Es wurde da schließlich in's Feld geführt, daß der Betreffende eine Familie von 10 Kindern zu ernähren habe, man müsse ihm die Möglichkeit verschaffen,

sich sein Brot zu verdienen, und so ist es hier und da wohl vorgekommen, daß man durch Milde jemanden zugelassen hat, der vielleicht besser draußen geblieben wäre. Aber da man sich bei der beschränkten Zahl genau kennt, wird es einem solchen niemals gelingen, andere zu schädigen.

Vorsitzender: Eine bestimmte Zahl von Empfehlenden ist also nicht erforderlich?

Sachv. **Finck:** Nein, das ist dem freien Ermessen der Vorstandschaft anheim gegeben und es hütet sich natürlich jeder Eingaben zu machen, wenn er nicht mit ziemlicher Sicherheit auf Zulassung rechnen darf.

Vorsitzender: Wie halten Sie es mit der Wiederzulassung von Personen, die Sie schon einmal ausgeschlossen hatten?

Sachv. **Finck:** Da hat man eine milde Praxis walten lassen. Der Betreffende hat nachweisen müssen, daß Niemand mehr Ansprüche an ihn macht. Es ist auch mehrfach vorgekommen, daß, um dies zu eruiren, der Antrag des Betreffenden in der Börse ausgehängt und seine früheren Gläubiger aufgefordert wurden, sich zu melden, oder überhaupt jeder, der Ansprüche an ihn haben könnte, damit er diese bei der Vorstandschaft geltend macht. Ist in 8 bis 14 Tagen keinerlei Anspruch geltend gemacht worden, so hat man angenommen: der Mann hat seine Verpflichtungen erfüllt nach allen Richtungen hin und ihn wieder aufgenommen.

Vorsitzender: Sie halten das für ausreichend?

Sachv. **Finck:** Bei uns in unsern kleinen Verhältnissen hat sich das bewährt.

Sachv. **Metzler:** Ich kann konstatiren, daß die jetzt an der Frankfurter Börse bestehenden Vorschriften sich bewährt haben, würde aber gleichzeitig nichts gegen die Vorschläge des Herrn Sachverständigen aus Berlin einwenden können. Nur weiß ich nicht recht, was er mit einer moralischen Verpflichtung der Empfehlenden sagen will, denn ich könnte mir nur denken, daß ich momentan sagen kann: über dieses Haus oder über dieses Individuum ist mir Nachtheiliges nicht bekannt, aber ich würde nicht einen Mann empfehlen und für ihn gleichsam eine weitere Bürgschaft für später übernehmen. Ich glaube, diese protokollarische Vernehmung, wie es hier genannt ist, würde nur für den Akt der Aufnahme des Betreffenden gelten können.

Vorsitzender: Es ist vorher so formulirt worden, daß sich daran eine Anzeigepflicht knüpfen könnte. Wenn dem Empfehlenden nachträglich beispielsweise nachtheilige Umstände mitgetheilt oder sonst bekannt werden, dann soll er verpflichtet sein, den Aeltesten davon Mittheilung zu machen.

Sachv. **Metzler:** Das würde also eine moralische Verpflichtung sein. Jeder anständige Mensch würde es jedenfalls thun, aber ich würde nicht weiter gehen, als ihn protokollarisch zu verhören, ob ihm Nachtheiliges über den Betreffenden, dem er seine Unterstützung zur Aufnahme durch Empfehlung angedeihen läßt, nicht bekannt ist.

Vorsitzender: Also eine Art von Ueberwachung wollen Sie ihm nicht zumuthen?

Sachv. **Metzler:** Das würde der Empfehlende nicht übernehmen. Er kann es auch nicht, er weiß nur, daß der Betreffende, den er empfohlen hat, bis jetzt ein ehrenhafter Mensch gewesen und nach seiner Meinung befähigt ist, aufgenommen zu werden. Eine Ueberwachung kann ihm nicht zugemuthet werden.

Vorsitzender: Das wäre immerhin denkbar auch ohne Ueberwachung. Wenn Jemand z. B. von dem Geschäftsbetriebe des Betreffenden etwas Nachtheiliges erfährt, so könnte er verpflichtet sein, dieses mitzutheilen.

Sachv. **Metzler:** Als anständiger Mensch wird er das thun müssen.

Vorsitzender: Der Herr Sachverständige aus Berlin hat sich dahin geäußert, es könnte ausdrücklich in dem Revers bestimmt werden, es solle diese moralische Bürgschaft die Bedeutung haben, daß bei einer etwaigen Ausschließung die Namen der Empfehlenden neben dem Namen des Ausgeschlossenen genannt werden können, und die Börsenorgane unter Umständen dazu die Befugniß haben. Sind Sie auch dieser Meinung? Solche Veröffentlichung wirft natürlich kein günstiges Licht auf die Empfehlenden, aber das ist gerade die Absicht des Vorschlags. Man will die Börsenmitglieder zu größerer Vorsicht anhalten.

Sachv. **Salomon:** Das habe ich mit meiner Aeußerung nicht so ohne Weiteres gemeint, sondern ich wollte dies nur als Folge eines Urtheilsspruches zulassen, eines wohlerwogenen und begründeten Urtheilsspruches, in so fern sich erweisen sollte, daß zu der Zeit, wo der Betreffende zu Protokoll erklärt hat: Ich habe nichts Nachtheiliges gewußt, und dann bewiesen wird, daß er doch etwas Nachtheiliges gewußt hat, also wider besseres Wissen seine Empfehlung gemacht hat. Dann soll ihm eine solche Strafe für diesen Fall zudiktirt werden können. Das kann schließlich jemanden, der ehrenhaft nach seiner Ueberzeugung und Sorgfalt empfohlen hat, nicht treffen. Ich meinte es nicht so, daß das ohne Weiteres, ohne die Innehaltung eines Instanzenzuges geschehen könnte.

Vorsitzender: Jetzt schwächen Sie Ihren Vorschlag ab. Vorhin haben Sie nicht gesagt, Sie wollten das zum Gegenstande eines besonderen Urtheilsspruches machen.

Sachv. **Salomon:** Ich will das nur für den Fall, daß nachgewiesen wird, daß zur Zeit der Erklärung der Empfehlung der Betreffende Nachtheiliges von dem Empfohlenen gewußt hat.

Vorsitzender: Also nur bei wissentlich falscher Angabe? Soll das dann Gegenstand einer besonderen Entscheidung sein, gegen die es wieder ein Rechtsmittel seitens des Empfehlenden giebt? Das dürfte etwas weitläufig sein.

Sachv. **Salomon:** Das würde ich doch nicht zugeben. Ich halte die Sache eben für zu weit tragend.

Sachv. **Metzler:** Ich möchte zu dem Schlusse kommen, daß die Befugniß der Vorstände der Handelskammern ausgedehnt werde.

Vorsitzender: In welcher Hinsicht? Möchten Sie vielleicht die Güte haben, dies etwas näher zu präzisiren?

Sachv. **Metzler:** In der Art, daß durch die Annahme der Vorschläge, welche der Herr Sachverständige für Berlin gemacht hat, es noch mehr in die Hand des Vorstandes gelegt wird, ob die heute aufgenommen werden oder nicht.

Vorsitzender: Wollen Sie denn die Ausschließung erleichtern? Wollen Sie eine Erschwerung der Aufnahmebedingungen und ebenso bei der Wiederzulassung von ausgeschlossenen Personen irgend etwas Erschwerendes?

Sachv. **Metzler:** Nein, da sind die bestehenden Vorschriften ausreichend.

Vorsitzender: Wir kommen nunmehr zu Punkt 16, ob das ehrengerichtliche Verfahren weiter auszubilden ist.

Sachv. **Salomon:** Es ist zur Zeit der traurigen Vorgänge im vorigen Jahre aus dem Bankierstand selbst eine freie Vereinigung hervorgegangen, die es sich zu ihrem Programm gemacht hat, nicht allein die Interessen des Bankierstandes zu fördern, sondern auch das Standesbewußtsein zu heben und aus ihrer Mitte heraus selbstthätig auszubilden. Es ist bei dieser Gelegenheit — ich bin selbst dem Verein beigetreten, weil ich ihn für nützlich und zweckentsprechend halte — von vornherein angeregt worden, ob er

gleichzeitig ein ehrengerichtliches Verfahren selbst in den Kreis seiner Thätigkeit ziehen solle. Wir sind uns sehr bald darüber klar geworden, daß das ohne gesetzliche Handhabe nicht ausführbar ist. Ich weise darauf hin, daß auch der Börsenvorstand erklärt hat, diesem Verein sehr freundlich gegenüber zu stehen und sehr gern mit ihm zusammen arbeiten würde, wo es sich irgendwie nützlich erweisen sollte, und daß er auch schon in der nächsten Zeit vielleicht Veranlassung nehmen werde, die Mithülfe des Vereins in Anspruch zu nehmen. Es geht daraus für die hohe Kommission hervor, daß im Bankierstande selbst außerordentliche Neigung vorhanden ist, eine derartige Institution zu schaffen.

Ich denke mir die Sache so, daß ein ehrengerichtliches Verfahren in der That stattfinden könnte, wenn ich auch meine, daß der Bankierstand nicht in der Weise abgegrenzt ist, wie etwa der Offizier- oder Anwalts- oder ein Beamtenstand, und obwohl hier die Bildungsstufen, Ehrbegriffe und Erziehung soweit aus einander gehen, daß man sagen kann: von der höchsten Spitze bis zur tiefsten Tiefe sind alle Elemente vertreten. Trotzdem, glaube ich, giebt es auch für den Kaufmannsstand einen gewissen Ehrenkodex, dem ein Jeder unterworfen sein kann. Es sind augenblicklich äußerst traurige Zustände in unseren Bestimmungen. Wir sind beispielsweise nicht berechtigt, Leute, die direkt aus dem Gefängnisse kommen, auszuweisen. Wir haben zu unserem großen Schmerze jemand, der 6 Jahre im Gefängnisse gesessen hat, unmittelbar darauf in unserer Mitte wieder erscheinen sehen, und waren nicht dazu berechtigt, etwas an der Sache zu ändern.

(Professor Cohn: Hört! hört!)

Das ist eine Sache, die wir alle nicht haben hindern können. Neuerdings haben wir wieder diesen Fall mit einem Bankier und Loosehändler gehabt, der sich verschiedene schmähliche Sachen hat zu Schulden kommen lassen. Wir haben nichts thun können und hatten keine Handhabe, um ihm den Zutritt zu verweigern. Die Frage ist im Börsenvorstand erörtert worden. Es ist ganz richtig eingewendet worden, dieser Mann ist verurtheilt, er hat seine Strafe abgesessen, eine Bestimmung, wonach Jemand, der im Gefängniß gesessen hat, nicht zur Börse zugelassen werden kann, existirt nicht. Wir konnten ihn nicht entfernen, da er im Besitz der bürgerlichen Ehrenrechte war. Das ist ein Mangel der Börsenordnung. Dieselbe giebt uns keine Handhabe und es ist nur erklärlich, daß wir in dieser Beziehung eine Aenderung der Gesetzgebung wünschen. Jetzt kann Jemand nur ausgeschlossen werden, wenn ihm die bürgerlichen Ehrenrechte aberkannt sind und wegen betrügerischen Bankerotts. Es giebt aber eine ganze Menge anderer Vergehen, wo wir nichts machen können.

Professor **Cohn:** Darf ich fragen, wer der Betreffende war, der 6 Jahre im Gefängniß gesessen hat und dann wieder auf der Börse erschien?

Sachv. **Salomon:** Der Fall kam in den siebenziger Jahren vor. Es war ein Kassirer, der sich Unredlichkeiten hatte zu Schulden kommen lassen. Es waren ihm aber die Ehrenrechte nicht aberkannt worden.

Vorsitzender: Dieser Fall kommt öfters vor.

Sachv. **Salomon:** Der Betreffende hatte sich auch zum Börsenspiel verleiten lassen, er hatte spekulirt. Ich weiß nicht recht, wie die Sache lag, jedenfalls ist der Mann zur Börse wieder zugelassen worden und erschien wieder dort, unmittelbar, nachdem er aus dem Gefängnisse entlassen war. Daß hier die Bestimmungen abhülfebedürftig sind, glaube ich, ist ziemlich klar. Es müßte irgend etwas geschehen, sei es, daß die bestehende Gesetzgebung nach dieser Richtung geändert wird oder sonst irgend welche Maßregeln ergriffen werden.

Vorsitzender: Aber bei der Frage der Zulassung würde ein Ehrengericht schwerlich mitwirken können; es könnte doch nur für Leute, welche schon an der Börse sind, eventuell die Ausschließung aussprechen?

Sachv. **Salomon:** Ich erblicke darin allerdings nur ein Palliativmittel gegen die Zulassung und die Existenz von Leuten an der Börse, soweit sie sich dessen unwürdig gemacht haben. Allerdings wäre es eine weitere Frage, nachdem jemand die ihm zuerkannte Strafe abgebüßt hat und dadurch rehabilitirt ist, ob da ein Ehrengericht, wie wir es schaffen wollen, in der Lage wäre, aus diesem Grunde Einspruch zu erheben. Das Ehrengericht könnte angerufen werden, um zu erwägen, ob aus ehrengerichtlichen Gründen sich irgend etwas geltend machen lasse, um die Zulassung zu verweigern. Wenn aber von Gerichts wegen nicht auf Unfähigkeit zur Ausübung unseres Gewerbes erkannt werden kann und auch nicht erkannt wird, so sehe ich auch kein Mittel, aus dieser abgebüßten Gefängnißstrafe oder aus sonstigen Bestrafungen, wenn es nicht bestimmte Sachen sind, ein Mittel herzuleiten, um die Ausschließung zu bewirken oder die Einführung zu verhindern. Es würde meines Erachtens das Ehrengericht über gewisse kaufmännische Dinge entscheiden können. Ich denke es mir so, daß eine größere Anzahl von Personen an dem Ehrengericht theilnehmen.

Vorsitzender: Wie würden Sie dasselbe zusammensetzen?

Sachv. **Salomon:** Aus freier Wahl unter Mitwirkung der Börsenorgane. Ich habe die Sache nicht ganz durchgedacht. Ich würde mich aber für eine Versammlung von 50, 75 oder selbst 100 Personen entscheiden. 75 würde genügend sein.

Vorsitzender: Die sollen aber wohl nicht immer sitzen, sondern es soll doch ein Ausschuß gebildet werden?

Sachv. **Salomon:** Ich denke mir das etwa in der Weise eines Ehrenraths, der aus der Mitte des Ehrengerichts gewählt wird und ständig fungirt, an den etwaige Meldungen zu richten sind, und der verpflichtet ist, für den Fall, daß eine Angabe erfolgt oder ihm selbst etwas zu Ohren kommt, eine Sitzung des Ehrengerichts einzuberufen und einen Beschluß herbeizuführen. Ueber die Art der Verhandlungen will ich mich nicht aussprechen, das würde wohl zu weitläufig sein.

Vorsitzender: Und wem würden Sie das Recht einräumen, das Verfahren herbeizuführen?

Sachv. **Salomon:** Ich würde dem Ehrenrath die Funktion des Antragstellers übertragen.

Vorsitzender: Einen besonderen Staatsanwalt würden Sie also nicht verlangen, der die Anklage in der Verhandlung vertritt. Es müßte doch eine Art von kontradiktorischer Verhandlung stattfinden, die Angeschuldigten müßten vorgeladen werden und sich persönlich verantworten. Wer soll da die Anklage übernehmen?

Sachv. **Salomon:** Das würde wohl Jemand sein müssen, der nicht dem Börsenvorstande angehört, der juristisch gebildet ist, also ein juristischer Beistand der Kaufmannschaft müßte in irgend einer Weise gefunden werden, sonst wäre der Ehrenrath, der die Sache anhängig macht, gewissermaßen selber Partei.

Vorsitzender: Und wie denken Sie sich das Verfahren vor dem Ehrenrathe?

Sachv. **Salomon:** Ich wünsche nicht etwa ein schriftliches Verfahren, sondern ich wünsche selbstverständlich mündliche Vernehmung, aber die auch nur vor einer größeren Kommission.

Vorsitzender: Dann würde das Gericht erkennen können auf Warnung, Verweis und vielleicht Ausschließung?

Sachv. **Salomon:** Auf Warnung, Verweis, auf dauernde oder zeitweilige Ausschließung und unter Umständen auch auf Suspendirung.

Vorsitzender: Das Letztere würde doch wohl zeitweise Ausschließung sein.

Sachv. **Salomon:** Ja, es können gravirende Fälle vorliegen, die zeitweilig den Eintritt sofort zu verweigern geeignet sind. Ich habe in dieser Beziehung meinen Plan nicht so ganz in die Details hinein durchgedacht, weil ich nicht erwartete, mich heute darüber äußern zu müssen.

Vorsitzender: Die meisten Sachverständigen haben der Schaffung eines Ehrengerichts sehr sympathisch gegenübergestanden.

Sachv. **Salomon:** Ich führte schon an, daß aus dem Bankierstande heraus schon selbst in dem richtigen Gefühle der verletzten Standesehre es angeregt und in Fluß gebracht worden ist, daß uns aber die Mittel gefehlt haben, die Sache ohne gesetzliche Beihilfe auszuführen.

Vorsitzender: Es ist mehrfach die Frage erörtert worden, inwiefern man Juristen zuziehen soll in der Form eines beisitzenden Richters oder eines Staatsanwalts.

Sachv. **Salomon:** Sie meinen Juristen als Anwälte der Kaufmannschaft?

Vorsitzender: Ja, der Syndikus der Kaufmannschaft ist einige Mal genannt worden.

Sachv. **Salomon:** Ja, den würde ich unter allen Umständen zuziehen.

Professor **Cohn:** Sie klagen darüber, daß Sie unter den gegenwärtigen Zuständen genöthigt sind, einen Mann zuzulassen, der sechs Jahre im Gefängnisse gesessen hat. Folgt nun aus Ihrer Klage über diesen Zustand nicht auch, daß es ein sehr schlimmer Zustand ist, wenn Sie jemand neu zulassen müssen, der sechs Jahre im Gefängnisse gesessen hat, sofern er nur gewisse Bedingungen erfüllt, also eine gewisse moralische Bürgschaft gegeben wird, wie es von Ihnen vorhin vorgeschlagen wurde? Denken Sie sich nun, es würden sich drei andere finden, die auch sechs Jahre gesessen haben,

(Heiterkeit)

und diese würden den vierten empfehlen, die natürlich besonders milde von dem Vergehen des neu Eintretenden denken.

Sachv. **Salomon:** So viele, die sechs Jahre gesessen haben, würden Sie an der Börse nicht auftreiben können.

(Heiterkeit.)

Ich habe bereits gesagt, daß ich dem zustimme, was Herr Geheimrath Frentzel vorgeschlagen hat, daß ich die Kompetenz des Ehrenraths auch für den Fall eines Vorschlags zur Zulassung wünsche, daß ihm auch über einen neu Eintretenden eine Befugniß zustehen soll, daß er auch Einwendungen erheben könnte für den Fall, daß jemand sich meldet, welchen der Ehrenrath aber das Ehrengericht aus irgend welchen Gründen, die gegen seine kaufmännische Ehre vorliegen, nicht für fähig und berechtigt hält.

Vorsitzender: Würden Sie die Befugniß zur Zulassung derartig verschärfen wollen, daß Leute, die überhaupt bestraft sind, nicht blos die, welche unter Aberkennung der Ehrenrechte bestraft sind, nicht zugelassen würden? Sie sagten doch vorhin, daß Sie eben durch den Wortlaut der jetzigen Börsenordnung verhindert sind, hier einzugreifen.

Sachv. **Salomon:** Nicht allein aus diesem Grunde, sondern weil eine Beurtheilung überhaupt ausgeschlossen ist. Die Ausschließung von dem Börsenbesuch bedeutet unter Umständen, wie ich mehrfach hervorgehoben habe, die Abschneidung der Existenz.

Vorsitzender: Das wäre allerdings scharf; aber es giebt viele Fälle, die schwer genug sind, um die völlige Ausschließung von der Börse zu rechtfertigen.

Sachv. **Salomon:** Ich halte es nicht für richtig, dies etwa nach der Höhe der Strafe abzugrenzen, sondern auch nach dem Grunde der Bestrafung. Ich würde jemanden, der zu 20 Mark Geldstrafe verurtheilt ist wegen irgend einer Niederträchtigkeit, nicht für zulassungsfähig halten. Etwas anderes wäre es dagegen mit jemandem, der etwa wegen einer politischen Angelegenheit u. s. w. zu einer längeren Gefängnißstrafe verurtheilt worden ist.

Vorsitzender: Dann würde diese Bestimmung sehr elastisch gehalten werden müssen.

Sachv. **Salomon:** Die detaillirte Ausarbeitung würde allerdings wohl zu überlegen sein.

Freiherr **v. Huene:** Ich muß auf die Frage des Staatsanwalts zurückkommen. Würden Sie nicht einen Vortheil darin sehen, wenn dieser von der Kaufmannschaft unbeeinflußte Beamte fungirte? Es wäre dadurch nach meiner Ansicht bei einem solchen Ehrengerichte die Garantie für Unparteilichkeit und Zuverlässigkeit gegeben, wenn man wüßte, daß ein von der Kaufmannschaft unabhängiger juristischer Beamte da ist, der dafür bürgt, daß alle Dinge, die strafwürdig sind, auch zur Bestrafung kommen und der nothwendigerweise aus seiner Kenntniß der Dinge heraus Veranlassung nehmen kann, im Wege des ordentlichen Strafverfahrens einzuschreiten und dem Ehrengericht zu erklären: „Dieser Fall gehört nicht mehr vor das Ehrengericht, ich werde beim Gerichte Strafantrag stellen."

Sachv. **Salomon:** Ich möchte dagegen einwenden, daß doch ein juristischer Beamter die kaufmännischen Verhältnisse weniger durchschauen kann, als Kaufleute selbst. Wenn die Kaufmannschaft in dieser Beziehung selbst für Ordnung und Reinhaltung im eigenen Hause sorgen und dazu die Hand bieten will, — und ich glaube, sie wird es sehr gern thun — dann sollte man nicht mit einem Staatsbeamten dazwischen kommen, sondern ihr das Vertrauen schenken, und abwarten, ob sie die Mittel, die ihr zu Gebote stehen, in angemessener Weise benutzt. Die Erfahrung hat gelehrt, daß es selbstverständlich ist, daß wir die Sache doch eigentlich besser durchschauen. Man hat das Institut der Handelsrichter geschaffen, wo es sich um Handelssachen handelt. Wo es sich um unsere Personenfragen handelt, da wird schließlich auch ein Kaufmann von Fach eine schärfere Kenntniß und genauere Beurtheilung der Sachlage finden, als man sie bei einem Staatsbeamten finden und verlangen kann.

Professor **Cohn:** Es handelt sich nicht blos um technische Fragen. Meinen Sie nicht selber, daß bei den heutigen Entscheidungen Neigung zu einer sehr weitgehenden Freiheit, wie sie jetzt nun mal da ist nach den bestehenden Einrichtungen der Berliner Börse — die gravitirt immer nach der Seite der Milde — vorhanden wäre, und daß es da ganz gut wäre, wenn ein fester Punkt gegeben wäre, eine Instanz von staatlicher Seite, welche für die Herren vom Börsenvorstand den Anlaß bieten würde, ein bischen schärfer zuzusehen, und ihre Neigung zur übermäßigen Humanität etwas einzuschränken.

Sachv. **Salomon:** Ich glaube, daß eine große Versammlung in dieser Beziehung strenger sein würde, die schließlich sich sagen muß, daß sie das eigene Standesinteresse wahrt. In Folge dessen wird sie strenger sein, als es vielleicht nach Ihrer Meinung die Börsenvorstände jetzt sind. Ich möchte die Meinung aussprechen, daß die Börsenvorstände doch nicht so lax und nachsichtig sind, wie es vielfach angenommen wird, sondern es fehlt ihnen meist an der nöthigen Handhabe,

an der nöthigen Disziplinargewalt, um in vieler Beziehung untersuchend vorzugehen und die Wahrheit festzustellen.

Professor **Cohn:** Sie betonen also wesentlich die Erweiterung der Befugnisse, welche gegenwärtig dem Börsenvorstande zur Seite stehen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte den Herrn Sachverständigen nur fragen, ob dieser eine Fall, den er erwähnte, nicht vor Erlaß der neuen Börsenordnung vorgekommen ist.

Sachv. **Salomon:** Der Fall stammt aus der Zeit der siebziger Jahre.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Hat damals nicht die Korporation aus diesem Falle die Schlußfolgerung gezogen, daß eine Aenderung der Bestimmungen wünschenswerth wäre?

Dann möchte ich den Herrn Sachverständigen nach fragen, ob er ein öffentliches Verfahren wenigstens insoweit vorschlägt, daß die Mitglieder der Korporation zugegen sein können. Wir haben überall die Oeffentlichkeit, auch sogar bei dem Ehrengerichte der Anwälte, allerdings in dem beschränkten Umfange, daß nur die Mitglieder des Anwaltsstandes theilnehmen können.

Sachv. **Salomon:** Ich halte diese Frage für zu schwierig, um mich unvorbereitet darüber zu äußern. Im Allgemeinen besteht ja an keinem Ehrengerichte ein öffentliches Verfahren, oder wenigstens ist es mir nicht bekannt, abgesehen vielleicht von Disziplinaruntersuchungen, die nicht darunter fallen.

Vorsitzender: Einige Herren waren dafür und wollten es in das Ermessen des Ehrengerichts stellen, ob es die Oeffentlichkeit gestatten wollte in beschränktem oder vollem Umfange.

Sachv. **Salomon:** Ich halte die Veröffentlichung des Urtheils durch Aushang an der Börse mit Angabe der Gründe für genügend.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige ist aber selbstverständlich der Ansicht, daß dieses Ehrengericht auch die Befugniß der eidlichen Vernehmung von Zeugen haben müßte, beispielsweise um den Thatbestand eruiren zu können?

Sachv. **Salomon:** Das wird wohl nicht anders gehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte blos erwähnen, wenn Sie ein derartiges Ehrengericht einrichten, so würde immerhin die Allgemeine Staatsaufsicht, wie sie besteht, auch irgendwie auf dieses Ehrengericht einzuwirken haben. Sie würden nicht wohl verhindern können, daß die betreffende Staatsstelle um Einreichung der Akten ersucht, um ein schriftliches Gutachten. Sie haben nun vorhin den Staatsanwalt allerdings perhorrescirt, aber würden Sie denn dagegen etwas einzuwenden haben, wenn bei der Verleihung einer so weitgehenden Zuständigkeit doch zugleich bestimmt würde, daß, ehe der betreffende Ehrenrath eine Anschuldigung zurückweist aber ehe er zur mündlichen Verhandlung schreitet, er die betreffende Staatsstelle durch eine Mittheilung in die Lage setzt, einen Kommissar zu ihm zu schicken mit dem Anspruch, über die Sache mündlich gehört zu werden? „Staatsanwalt", das ist ein Wort, darunter kann man sich Verschiedenes denken. Wenn Sie einen Staatsanwalt nicht haben wollen, würden Sie doch irgend etwas Erhebliches haben gegen das Recht der Staatsstelle, vor der Entscheidung in der Sache gehört zu werden, wobei ich allerdings voraussetze, daß diese Angelegenheit von dem betreffenden Ressort einem Beamten als ein ständiger Dezernatstheil zugewiesen wird, so daß der Beamte dann mit Ihnen dauernd, aber nur mit dem Rechte, gehört zu werden, verkehrte. Auf das „dauernd" lege ich dabei großen Werth. Ich glaube, es handelt sich um so

wichtige Angelegenheiten, daß es wünschenswerth sein muß, daß die Staatsstelle sich über die Auffassung über die Standesehre, über das, was statthaft ist, oder nicht, dauernd informiren kann. Das wird auf Sie auch eine Einwirkung haben in der Auffassung dessen, was der Kaufmannschaft als erlaubt gelten soll oder nicht, während, wenn dieses Ehrengericht ganz losgelöst von jeder Beziehung zu den allgemein staatlichen Institutionen ist, es mir zweifelhaft ist, ob es nach der einen, wie nach der anderen Richtung hin auch für das öffentliche Publikum vertrauensvoll wird fungiren können.

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, daß die Kaufmannschaft diese Angelegenheit selbstständig, soweit es zu ihrem Beschlusse kommt, regeln kann, und dann wird jeder ehrengerichtliche Beschluß schließlich einer Bestätigung von höherer Stelle bedürfen, wobei ich in diesem Falle die Sache nicht als Einrichtung der Korporation an sich betrachten würde, insofern, als eine Uebermittlung seitens der Vorstände der Kaufmannschaft . . .

Vorsitzender: Ich denke, Sie wollen Rechtsmittel zulassen; nun sprechen Sie von der Bestätigung, welche dem Urtheil, wenn es wirksam sein soll, erst von einer staatlichen Behörde ertheilt werden soll.

Sachv. **Salomon:** Ich muß um Entschuldigung bitten, da das Thema ein sehr weitgehendes ist. Es bedarf der höheren Bestätigung oder Ablehnung auch für unsere Zustände.

Vorsitzender: Wenn Sie sagen: Das Rechtsmittel soll gestattet sein, so würden Sie von einer Bestätigung wohl absehen können.

Sachv. **Salomon:** Ich muß erklären in dieser Beziehung, daß ich nicht Jurist genug bin, und mir den Fall nicht recht durchdenken kann.

Sachv. **Schinckel:** Unsere Börse, an der, wie ich schon vorhin erwähnte, jeder zugelassen wird, kann deshalb um so weniger eine straffe Börsenordnung entbehren, und von diesem Gesichtspunkt aus würden wir, nicht nur ich, sondern soweit ich es beurtheilen kann, auch die ganze Kaufmannschaft in Hamburg, es mit Freude begrüßen, wenn sich dieses Ehrengericht, und zwar auf gesetzlichem Wege, einrichten ließe. Allerdings würde ich wünschen, daß das Verfahren, da nicht blos Kaufleute unsere Börse besuchen, nicht nur auf den einen Theil, der die Börse besucht, sondern in ausgedehnterem Maße angewendet werde. Es könnten doch auch außerhalb der Börse Stehende mit der Börse Geschäfte machen und versuchen, Unredlichkeiten und unehrenhafte Handlungen zu begehen. Ich mache ferner darauf aufmerksam, daß auch die Presse unsere Börse besucht und einen sehr erheblichen Faktor unserer Börse bildet. Ich möchte also, daß wenn gesetzliche Bestimmungen getroffen werden, diese derartig umfassend sind, daß auch durch ehrengerichtliches Verfahren z. B. ein Vertreter der Presse von der Börse verwiesen werden kann. Das möchte ich hauptsächlich hervorheben; und was die Oeffentlichkeit anbetrifft, so würde bei der großen Anzahl von Personen, die dem Kaufmannsstande angehört, wenigstens bei uns in Hamburg, ein vollständig öffentliches Verfahren wohl kaum möglich sein. Ich bin daher auch dafür, daß der Ehrenrath aus der Kaufmannschaft gewählt wird, daß er nicht aus zu wenigen besteht, und wenn an 75 oder gar 100 Personen gedacht ist, so ist das schon eine ziemlich erhebliche Oeffentlichkeit, welche sich vergleichen läßt mit der Oeffentlichkeit im Anwaltsstande. Ich stehe also dieser Einrichtung sehr sympathisch gegenüber. Die Organisation allerdings, das verhehle ich mir nicht, wird recht schwierig sein.

Vorsitzender: Sie sind also der Ansicht, daß solche Entscheidungen auch die andern Börsenbesucher, und nicht blos die Kaufleute, treffen sollen.

Sachv. **Schinckel:** Das ist selbstverständlich.

Vorsitzender: Wollen Sie diese Leute auch im Ehrengerichte vertreten sein lassen? Sollen darin nicht blos Kaufleute, sondern auch z. B. Mitglieder der Presse sitzen?

Sachv. **Schinckel:** Nein! Ich bin der Meinung, daß die Börsenbesucher sich auch dann dem Ehrengerichte der Kaufleute unterwerfen müssen, wenn sie keine Kaufleute sind. Ich würde z. B. der Presse deshalb, weil sie darunter fällt, nicht gerade eine Vertretung im Ehrengerichte bewilligen können. Es bleibt ihr ja unbenommen, aus einer Vereinigung von Zeitungsleuten Ehrengerichte zu bilden, in denen sie auch wieder beschließen können, was sie wollen. Ich meine also, daß auch hier diejenigen Besucher getroffen werden müssen, die nicht absolut zum Kaufmannsstande gehören.

Vorsitzender: Die können allerdings unter Umständen mehr Unheil anrichten als die Kaufleute, welche die Börse besuchen.

Sachv. **Schinckel:** Das ist leider sehr oft der Fall.

Vorsitzender: Aber wie denken Sie sich, daß die Ehrengerichte gebildet werden sollen?

Sachv. **Schinckel:** Ich halte natürlich die Organisation für ungeheuer schwierig. Ich denke mir, daß zunächst ein Ehrenroth gewählt wird.

Vorsitzender: Von wem?

Sachv. **Schinckel:** Also in Hamburg von dem „Ehrbaren Kaufmann", der auch die Handelskammer zu wählen befugt ist, in den schließlich jeder aufgenommen werden kann, wenn er einen Großhandel betreibt und seine Firma ins Handelsregister eintragen läßt. Dieser Ehrengerichtshof hat jährlich eine ständige Kommission zu wählen. Ich habe ja keine Ahnung, ob unser Senat sich auf etwas derartiges einlassen würde. Wenn aber der Senat jemand, sei es aus seiner Mitte, sei es aus einer der Deputationen, bestimmen will, der, außerhalb der Börse stehend, wie Herr Senatspräsident Dr. Wiener anregte, gehört werden muß, um auch die Ansichten der außerhalb der Börse Stehenden dem Ehrenrathe zugänglich zu machen, so habe ich dagegen nichts einzuwenden. Ich möchte mich aber dagegen aussprechen, daß ein wirklicher staatlicher Kommissar mit der Aufsicht beauftragt wird. Ich glaube, daß dazu die unseren Handelskammern beigegebenen Juristen viel wirksamer in der Lage sind.

Freiherr **von Huene:** Sind nicht die Hamburger Verhältnisse überhaupt ganz andere in Folge der republikanischen Verfassung? Ist nicht dort das Verhältniß von Selbstverwaltungsorganen und von staatlichen Organen ein ganz anderes als in Preußen?

Sachv. **Schinckel:** Das habe ich schon oft hervorgehoben. Nichtsdestoweniger denke ich mir, ein über diese kaufmännischen Ehrengerichte einzuführendes Gesetz müßte doch auch mit allen diesen verschiedenen Verhältnissen in Einklang zu bringen sein. Dagegen halte auch ich es für schwierig, es überhaupt einzurichten. Im Großen und Ganzen glaube ich, daß unsere Börsenordnung heute schon strenger ist und der Handelskammer größere Disziplinarbefugnisse zustehen, was darin liegt, wie ich schon oft hervorgehoben habe, daß jede von der Handelskammer verfügte Disziplinarstrafe, die auch an der Börse ausgehängt werden kann, Gott sei Dank in Hamburg noch für etwas ganz Horrendes und ewig Vernichtendes gilt.

Vorsitzender: Weil an Ihrer Börse die Vorschriften in Betreff des Zutritts laxe sind und eigentlich Jedermann Zutritt hat, so wäre doch um so mehr eine strengere Börsenordnung nöthig?

Sachv. **Schinckel:** Es ist ganz unmöglich, die Verhältnisse der einzelnen Personen zu prüfen, der Zink-Schiffer,

der mit seinem Kohn die Elbe herunterfährt, kommt auch an die Börse, und ich kann unmöglich wissen, was er im Leben ausgefressen hat. Man muß eben die Börse als ein öffentliches Institut betrachten, was nicht hindert, daß innerhalb der Börse sich freie Vereinigungen bilden, diese haben allerdings bisher nur mehr den Charakter gehabt, daß sie die Kosten aufbringen für gewisse Wohlfahrtseinrichtungen u. s. w.

Professor **Cohn:** Halten Sie es nicht für möglich, daß an der Hamburger Börse bei größerer Konzentration der Verkehr sich ähnlich theilen wird wie in London in verschiedene Gruppen des Geschäfts?

Sachv. **Schinckel:** Ich halte das für ausgeschlossen. Ich halte es wohl für möglich, daß neben der Börse andere Geschäftsvereinigungen wirken, die aber während der eigentlichen Hauptbörsenzeit doch an die Börse kommen und kommen müssen. Es hat sich das z. B. herausgestellt bei dem Verein für Kaffeehandel in Folge des Kaffeeterminhandels, der auf New York Rücksicht zu nehmen hat, wo die Tageszeiten andere sind. Es findet in dieser Vereinigung Morgens und Abends eine Versammlung statt und es giebt draußen im Freihafengebiet ein Börsenlokal, wo die Mitglieder des Vereins sich zusammenfinden, oder zur Börsenzeit strömen sie sammt und sonders trotz des weiten Weges an unsere Börse, und ich glaube im Gegentheil, je mehr sich der Handel konzentrirt, desto ausgeschlossener ist eine Theilung. Die Branchen, die hinausgewiesen werden sollten, würden sich dadurch sehr benachtheiligt fühlen.

Professor **Cohn:** Die Verhältnisse an der Hamburger Börse machen trotz der Großartigkeit, von der die Herren mit Vorliebe zu sprechen pflegen, doch auf mich den Eindruck, mit Verlaub zu sagen, von etwas kleinstädtischen Verhältnissen. Es ist dieser eine Punkt, in dem einige Stunden lang gleichsam das ganze Hamburger Leben absorbirt wird. Hamburg ist in diesem Augenblick todt; man möchte sagen, die Börse ist das Herz von Hamburg während der paar Börsenstunden.

Sachv. **Schinckel:** So ist es in der That; ich möchte aber doch darauf hinweisen, daß der Börsenverkehr in Hamburg durchaus nichts Kleinstädtisches hat, wohl aber sehr konzentrirt ist. Wir haben z. B. eine Anzahl von Rechtsanwälten, welche eine durchaus kaufmännische Praxis haben. Der Kaufmann konsultirt seinen Rechtsanwalt nicht nur, wenn er einen Prozeß anstrengen will, sondern er fragt ihn vielleicht jeden Tag, wie er zu handeln habe und was er dazu meint. Er ist sein wirklicher Rathgeber. Trotz des großen Verkehrs sind es doch nur sehr wenig Rechtsanwälte, an die man sich wendet. Diese besuchen die Börse, und es ist für den Kaufmann sehr bequem, wenn er weiß, daß er an der Börse seinen Rechtsanwalt treffen kann, um so mehr, als bei der Theilung in Freihafen und Zollgebiet die Leute, die im Freihafen wohnen, ihre Büreaus recht weit außerhalb der Stadt haben. Ich glaube, daß in keiner Stadt der Welt so viel in zwei Stunden erledigt wird, und ich finde eine solche Konzentration des Verkehrs geradezu großartig.

Vorsitzender: Kurz vorher gehen die Hamburger Kaufleute auch noch zur Reichsbank. Das hat sich etwas gelegt nach der Einführung unserer Giro-Konten. Viele gehen indessen auch jetzt noch hin; der Verkehr an der Hamburger Reichsbankhauptstelle ist kurz vor der Börsenzeit am lebhaftesten.

Sachv. **Schröter:** Die beiden Herren Sachverständigen, welche vor mir gesprochen haben, haben sich für das Ehrengericht erklärt, und das mag auch für gewisse Börsen richtig sein. Ich bin anderer Ansicht. Ich glaube, daß, wenn die Herren näher in die Sache eingehen und es an die spezielle Einrichtung gehen wird, sie doch vielleicht finden werden, daß

dies schließlich doch nicht paßt. Nach meiner Ansicht würde es für kleine Börsen ausreichen, und besonders für Königsberg der Schwerpunkt dahin zu verlegen sein, daß die Börsenvorstände möglichst Disziplinargewalt haben. Ich verstehe überhaupt nicht, wie es möglich gewesen ist, daß jemand, der sechs Jahre im Gefängniß gewesen ist, hat zugelassen werden müssen.

Ich meine, die Börse gehört der Korporation der Kaufmannschaft in Berlin, also muß dieser auch das Hausrecht zustehen. Wenn sie auch allgemein diejenigen, welche in das Handelsregister eingetragen sind, zuläßt, so muß sie doch sagen können, daß ein solcher Mann wegen eines Verhaltens, das dem allgemeinen Anstande widerspricht, nicht zugelassen werden darf. So habe ich es wenigstens geglaubt. Bei uns steht die Sache so: Die Korporation unterliegt den Bestimmungen des Statuts, wonach in einem solchen Falle, wie er hier angeführt ist, ein solcher nicht zugelassen werden würde. Den Nicht-Mitgliedern der Korporation werden Karten ausgestellt, und wenn ein solches Nicht-Mitglied sich etwas hat zu Schulden kommen lassen, wird ihm einfach die Karte entzogen. Ich glaube, es wird immer auch für große Börsen am besten sein, daß die Vorstände eine Kommission haben, bei der die einzelnen Fälle angezeigt werden, und daß alle die, die die Börse überhaupt besuchen, sich diesem Urtheil des Vorstandes unterwerfen müssen, oder überhaupt der Gewalt des Vorstandes, sie eventuell ausschließen zu können. Der Vorstand hat nach Anhörung der Kommission in dem speziellen Falle zu verhandeln. Ich glaube, daß sich das besser machen würde, als ein Ehrengerichtshof, der für die kaufmännischen Verhältnisse doch nicht recht paßt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen nur darauf hinweisen, daß gegenwärtig die Börsenvorstände nicht das Recht der eidlichen Zeugenvernehmung haben, und daß infolge dessen jedes Mittel fehlt, den Thatbestand und die Wahrheit festzustellen. Im Uebrigen ist das gegenwärtige Verfahren auch eine Art Ehrengericht. Es handelt sich bei der Fragestellung um einen weiteren Ausbau; vor allem scheint es nöthig zu sein, wenn man wirklich etwas Wirksames einführen will, den Börsenvorständen das Recht der zeugeneidlichen Vernehmung zu geben.

Sachv. **Schröter:** Ich glaube, daß dadurch langwierige Verhandlungen herbeigeführt werden würden und in den meisten Fällen doch nichts besonderes herauskommen würde. Ich glaube nicht, daß viel Unrecht damit geschehen würde, wenn der betreffende Angeklagte, wenn er so genannt werden darf, kein besonderes Recht der Vertheidigung hat, z. B. das der Zeugenvernehmung u. s. w. Dies Vertrauen muß den Börsenvorständen geschenkt werden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es handelt sich nicht blos um die Vernehmung von Entlastungs-, sondern auch von Belastungszeugen. Ich wüßte nicht, auf welche Weise die Wahrheit eruirt werden soll, wenn jemand vorgeworfen wird, er hätte im kaufmännischen Verkehr sich sehr ehrverletzend betragen und wenn eine Vernehmung von Zeugen ausgeschlossen wäre.

Sachv. **Schröter:** Gegen die zeugeneidliche Vernehmung will ich mich nicht unbedingt aussprechen. Ich möchte nur nicht, daß ein so großer Apparat in Bewegung gesetzt wird, wie er hier in Aussicht genommen zu sein scheint. Ich will das Verfahren dadurch abkürzen, daß eine Kommission eingesetzt wird. Die eidliche Vernehmung wird wohl nöthig sein nach dem, was wir von Herrn Geheimrath Gamp gehört haben.

Vorsitzender: Sie meinen also, daß die bestehende Organisation ausreicht, um die kaufmännische Ehre zu wahren und daß nur in dieser einen Beziehung die Befugnisse etwas verstärkt werden müßten.

Sachv. **Schröter:** Dieselben müßten noch etwas verstärkt werden.

Vorsitzender: Hätte es nicht besonderen Werth, wenn man eine Behörde mit dieser besonderen Aufgabe einsetzt, welche darauf zu achten haben würde?

Sachv. **Schröter:** Ich bin nicht der Ansicht. Ich meine, es werden so viele Fälle gar nicht vorkommen. Es giebt auch viele Fälle, die damit gar nicht entschieden werden können. Es giebt eine sehr große Masse von Leuten, die vielleicht etwas Unmoralisches an der Börse thun, was sich in einem Gerichtsverfahren gar nicht aufklären ließe. Die Sache ist gar nicht so einfach. Ich glaube auch gar nicht, daß dieser Gerichtshof eine große Beschäftigung finden würde.

Vorsitzender: Die andern Herren Sachverständigen haben sich aber heute in anderer Richtung geäußert.

Sachv. **Schröter:** Ich glaube, man täuscht sich. Daß es wünschenswerth wäre, die Moral zu heben, darüber kann kein Zweifel sein; aber praktisch geht es nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Vielleicht unterschätzt der Herr Sachverständige die Bedeutung des Vorschlages. Wenn ich mir denselben praktisch ausgeführt denke, so würde ich mir vorstellen, daß zur Zeit großer Krisen zahlreiche Beschwerden von Kommittenten, sie seien in unanständiger Weise behandelt worden, es sei mit ihnen wider Ehrbarkeit und Loyalität verfahren worden, eingehen. Diese Klagen kommen zum großen Theil nicht etwa blos aus dem Gefühl, die Standesehre zu heben, sondern vielleicht zum großen Theil aus unlautern Motiven, wie das immer bei solchen Dingen vorkommt, daß Pressionsversuche sehr leicht möglich sind, um auf diese Weise Geld von den Betreffenden herauszubekommen. Also ich glaube, wenn diese Organisation so eingerichtet ist, wie sie projektirt ist, so wird es wohl nicht richtig sein, daß sie keine Beschäftigung hätte, noch daß es sich um etwas handelt, was man blos ganz summarisch, ohne besondere Garantie durch die Börsenvorstände abthun könnte. Die Sache wird sich ähnlich abspielen wie beim Ehrengericht der Rechtsanwälte, wo Klage erhoben wird, ich bin schlecht und unanständig behandelt worden. Ich weiß nicht, ob ich Ihren Widerspruch dahin verstehen soll, daß Sie eine derartig vertiefte ehrengerichtliche Jurisdiktion überhaupt nicht wollen?

Sachv. **Schröter:** Nein, ich glaube, die würde nicht zum Ziele führen. Ich glaube, wenn eine Schädigung vorgelegen hat, so wird der Betreffende sich civiliter Hilfe suchen müssen. Wenn er etwa anführt, er sei dazu überredet worden, es seien alle möglichen Mittel angewendet worden, um ihn zu dem betreffenden Geschäft zu veranlassen, da glaube ich, wird es sehr schwer sein, Zeugen zu vernehmen. Man hat das im Prozeß Polke gesehen, wie schwierig das sein würde. Wenn alle solche Sachen vor einen kaufmännischen Ehrengerichtshof kommen sollen, da glaube ich, würde die Arbeit nicht zu bewältigen sein. Ich glaube, unter solchen Umständen würden die Ehrengerichte wahrscheinlich garnicht in Anspruch genommen werden.

Vorsitzender: Sie halten diese Einrichtung also nicht für praktisch. Dann würde ich den Herrn Sachverständigen aus München bitten, sich über die Sache zu äußern.

Sachv. **Finck:** Ich kann mich den Ausführungen des Vorredners nicht anschließen. Ich halte den Gedanken für überaus glücklich; seine Durchführung würde gewiß dazu beitragen, die Standesehre ganz wesentlich zu heben. An unserem Platze hat der Vorstand der Börse eine weitgehende Macht, doch hängt zuviel von seiner Person ab, in wie weit er sie ausüben will. Ich bin der Meinung, wenn es möglich ist, die Sache zur Durchführung zu bringen, würde sie sich

auch bei uns außerordentlich gut bewähren, und ich werde deshalb diesen Gedanken nur befürworten können.

Vorsitzender: In demselben Sinne, wie die beiden ersten Herren Sachverständigen?

Sachv. **Finck:** Ja, in ganz demselben Sinne.

Sachv. **Metzler:** Ich stehe der Sache sehr sympathisch gegenüber und möchte nur sagen, daß ich dennoch die Bildung eines Ehrengerichts für sehr schwierig halte; juristisch kann ich die Frage ja nicht beurtheilen. Ich meine, dieses Ehrengericht wird nur soweit gehen können, daß es zu beschließen hätte, ob ein Angeklagter auszuweisen oder zeitweise von der Börse zu entfernen wäre, und es könnte verpflichtet werden, wenn der Fall ernster liegen sollte und nach seiner Ansicht eine weitere Strafe nöthig ist, Anzeige an den Staatsanwalt oder einen sonstigen Vertreter des Gesetzes zu machen; oder sollte der betreffende Vertreter des Gesetzes schon von Anfang an dem Ehrengericht angehören? Dagegen kann ich mich nur aussprechen. Wenn man sich darauf beschränken will, daß das Ehrengericht ausschließen und suspendiren, aber keine gesetzlichen Strafen weiter verhängen kann, genügt aber eine Ausdehnung der Befugnisse der Börsenvorstände, und wir brauchen die Ehrengerichte als solche nicht zu konstituiren.

Vorsitzender: Das würde vielleicht auf dasselbe hinauslaufen, wenn man die nöthigen Garantien schafft, was Herr Geheimrath Gamp betonte, nämlich auf die Befugnisse zur eidlichen Vernehmung von Zeugen u. s. w.

Sachv. **Metzler:** Was die Frage des Staatsanwalts betrifft, so müßte entweder das Ehrengericht die Sache an den Staatsanwalt abgeben, oder es wird auch dazu kommen, was bereits erwähnt ist, daß die Sache überhaupt auf civilrechtlichem Wege eingeklagt wird.

Vorsitzender: Sie halten es wohl für praktisch, daß man den Börsenvorstand selbst zum Ehrengericht macht?

Sachv. **Metzler:** Ja, aber eine andere Strafe würde er doch nicht verhängen können, als zu suspendiren oder auszuweisen; aber ich kann mir nicht gut denken, wie ein Ehrengericht zusammen mit dem Vertreter des Gesetzes arbeiten soll.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, das ist gewiß eine sehr große Schwierigkeit, welche der Herr Sachverständige mit Recht anregte. Also ich denke mir, es kommt ein Antrag, und dann sagt man sich, wenn der Antrag begründet ist, sind alle Kriterien des kriminalrechtlichen Betruges da. Die Heranziehung analoger Vorschriften bei anderen Ehrengerichten wird hier vielleicht doch möglich sein.

Es wird sich prinzipiell darum handeln, daß es nicht ausgeschlossen ist, daß das Ehrengericht sagt, ja, ob dieser Fall außerdem noch strafbar ist oder nicht, ist zunächst für uns gleichgiltig. Wir prüfen die Handlung nach der Frage der kaufmännischen Anständigkeit; andererseits wird es wohl auch ein Einschreiten des Staatsanwalts geben können, welcher sagt: ich habe die Sache an mich gezogen und bitte, daß vorläufig ein Verfahren unterbleibt. Also ich glaube, daß eine Lösung sich noch finden wird, und zwar in dem Sinne, daß man dem Ehrengericht nicht gerade die Verpflichtung auferlegt, zu denunziren.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Wir haben diese Sache immer im Hinblick auf die Börse behandelt und als Konsequenz den Ausschluß aus der Börse in Betracht gezogen. Indeß ich will einmal die Aufmerksamkeit der Herren Sachverständigen darauf richten, daß dies eigentlich unter Umständen vielleicht zu eng begrenzt ist. Denn man könnte ja sagen: Alle Kaufleute, auch wenn sie nicht an die Börse gehen, sollen einem Ehrengerichte unterliegen, welche ihre kaufmännische Standesehre zu beurtheilen hat; also es kann ja auch einer gegen die kaufmännische Ehre handeln, wenn er auch nicht zur Börse gegangen ist. Dann müßte man

sich sagen, welche rechtlichen Konsequenzen sollten nun gegen den gezogen werden, sollte er also etwa bestraft werden mit der Streichung aus dem Handelsregister, sollte er für nicht fähig erklärt werden, Handelsgeschäfte zu treiben? Wir müssen diese Gedanken auch einigermaßen ins Auge fassen, weil wir sonst wirklich nur einen Theil der kaufmännischen Ehre treffen würden. Es könnte ja auch einer, der zwar an die Börse geht, wegen einer kaufmännischen Handlung angeklagt werden, welche eigentlich mit seinem Börsenbesuch an und für sich nichts zu thun hat. Ich möchte die Herren Sachverständigen bitten, sich auch einmal über diese Seite der Frage zu äußern.

Sachv. **Schinckel:** Die Vorbedingung des von mir angeregten Gedankens ist, daß nicht blos Mitglieder der betreffenden Börse vor das Ehrengericht geladen werden dürften, sondern auch andere; ich könnte mir leicht denken, daß, wenn ein Kaufmann in Hannover mit einem Hamburger Kaufmann ein Geschäft gemacht hat und sich hierbei ehrenrühriger Handlungen schuldig macht, er vor das Ehrengericht in Hamburg geladen werden könnte, und das Ehrengericht könnte erkennen, daß ihm fernere Geschäfte an der Hamburger Börse verboten seien. Das wird ihm vielleicht ziemlich gleichgültig sein, aber man könnte dies doch in Hannover publiziren und die dortige Börse könnte gehalten sein, infolge solcher Verurtheilungen ihrerseits zu untersuchen, ob ihm nicht der Besuch in Hannover entzogen werden muß. Ich könnte mir doch auch eine ganz wirksame Verurtheilung auch Auswärtiger denken, namentlich durch Publikation des Urtheils.

Vorsitzender: Aber Sie würden die Wirkung des ehrengerichtlichen Spruches nur auf die Börse selbst erstrecken? Oder glauben Sie wirklich, daß man noch weiter gehen kann, und daß Leute, die mit der Börse gar nichts zu thun haben, der Disziplin solcher Ehrengerichte unterstellt werden können?

Sachv. **Schinckel:** Ich würde sie trotzdem ihrer Disziplin unterstellen, ich würde es auch für jemand, der sonst die Hamburger Börse nicht besucht, für eine Strafe halten, wenn öffentlich bekannt gemacht wird, daß ihm der Zutritt zur Börse versagt ist.

Vorsitzender: Es würden sich vielleicht auch andere Bestrafungen empfehlen, wie die Streichung aus dem Handelsregister, Untersagung des kaufmännischen Geschäftsbetriebes u. s. w.

Sachv. **Schinckel:** Das würde mir für eine ehrengerichtliche Entscheidung zu weit gehen.

Vorsitzender: Es wäre eben nur eine Analogie zu der Entlassung aus dem Offiziersstande, der Entfernung aus dem Anwaltsstande und dergleichen.

Sachv. **Schinckel:** Es kann eben nicht jeder Offizier werden, wohl aber kann jeder sich unter gewissen Bedingungen in das Handelsregister eintragen lassen, das halte ich für einen sehr großen Unterschied und kann es nicht als analog betrachten.

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, daß eine Ausdehnung des Ehrengerichts auf die gesammten Korporationen wünschenswerth wäre, und ich hätte es auch in dieser Weise befürwortet, wenn ich direkt auf diese Angelegenheit hin zur Aeußerung aufgefordert worden wäre. Ich schließe mich deshalb dem an, was Herr Geheimrath Frentzel anregte. Was die Thätigkeit des Ehrengerichts selbst anbetrifft, so glaube ich, daß natürlich dadurch in keiner Weise dem civilrechtlichen Prozesse oder dem kriminalrechtlichen Verfahren vorgegriffen werden darf, und wenn Anschuldigungen erhoben werden, die Betreffenden von vornherein angewiesen werden müssen, ihre civilrechtlichen Ansprüche 2c. geltend zu machen, und daß das Ehrengericht nur dann erst einschreiten könnte, wenn eine evidente Verletzung der kaufmännischen Ehre schon in der

Anschuldigung nachgewiesen ist. Ich meine, in dem Sinne, daß das nicht dazu führen sollte, daß das Ehrengericht die Sache abzuurtheilen hat, sondern daß seine Thätigkeit nicht so groß wird, wie Herr Schröter es sich vorstellt.

Vorsitzender: Meinen Sie also, daß das Ehrengericht Warnung und Verweis auch gegen solche Leute aussprechen kann, die nie an die Börse gegangen sind, oder die nie hingehen wollen? Herr Geheimrath Frentzel hat die Sache etwas weiter gefaßt, er dachte daran, daß noch weitere Folgen eintreten können, daß gewissermaßen auf Entfernung aus dem Stande erkannt werden darf. Scheuen Sie diese Konsequenz oder sind Sie der Meinung, daß eine Begrenzung dahin stattfinden soll, daß die härteste Strafe der gänzliche Ausschluß vom Börsendesuche ist?

Sachv. **Salomon:** Wenn das Ehrengericht auf alle kaufmännischen Korporationen erstreckt werden würde, dann müßte natürlich die Bestrafung nach oben erweitert werden und müßte sich auch auf andere Dinge erstrecken. Denn für jemand, der die Börse nicht besucht, kann die Ausschließung doch keine Strafe sein.

Vorsitzender: Schließlich aber berührt doch das sehr empfindlich, wenn jemandem der Besuch der Börse verboten wird, auch wenn er nicht hingegangen ist.

Sachv. **Salomon:** In Hamburg, glaube ich, ist der Standpunkt hier ein anderer, in einer großen Stadt ist es für einen Nichtbörsenmann nicht so gefährlich, wenn auf Ausschluß vom Börsenbesuch erkannt wird.

Vorsitzender: Es könnte doch immerhin für die Ehre des Betreffenden von empfindlichen Folgen sein, obgleich er an sich vielleicht gar nicht beabsichtigt hat, an die Börse zu gehen.

Sachv. **Salomon:** Zweifellos.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur auf einen Punkt aufmerksam machen. Der Sachv. Herr Metzler wünschte, als die Frage erörtert wurde, ob diese Ehrengerichte und ihre Organe die Verpflichtung hätten, Verstöße gegen das Strafgesetzbuch zur Kenntniß der Behörden zu bringen, daß solche Denunziationen vermieden würden. Nun möchte ich bemerken, daß meines Erachtens die Handelskammer- und Börsenvorstände schon jetzt allgemein diese Verpflichtung haben, wie alle übrigen Behörden. Es scheint allerdings in richterlichen Kreisen die Auffassung zu bestehen, als ob diese Verpflichtung nicht immer erfüllt wird und die Bemerkung des Herrn Sachverständigen scheint mir dies zu rechtfertigen. Die Bedenken, welche Freiherr von Huene und Herr Senatspräsident Wiener angeregt haben, ob in der That ein kaufmännisches Organ die nöthige Energie zur Verfolgung derartiger Vergehen habe, sind auch für das ehrengerichtliche Verfahren zutreffend, namentlich mit Rücksicht darauf, daß, wenn Thatsachen bekannt werden, welche unzweifelhaft eine Verletzung des Strafgesetzbuches involviren, und durch welche dem Staatsanwalt das Material zum Einschreiten gegeben wird, gerade in kaufmännischen Kreisen eine gewisse Zurückhaltung bestehen wird, gegen ihre Berufsgenossen vorzugehen; und das würde ein Grund sein, um die Strafverfolgung und die damit in Verbindung stehenden Akte den kaufmännischen Organen zu entziehen und bestimmten staatlichen Organen zu übertragen. Sollte dies nicht auch im Interesse und im Wunsche der kaufmännischen Korporationen liegen? Die anderen Herren haben dies verneint. Sie haben zu dieser Frage meines Wissens noch keine Stellung genommen.

Sachv. **Metzler:** Ich wollte nur betonen, wie groß für mich die Schwierigkeiten sind, diese Ehrengerichte zu konstituiren. Ich kann mir gar nicht denken, wie es werden soll. Wenn der Herr Kollege aus Hamburg sagte, ein Mann in Hannover soll bestraft werden, so kann das nur geschehen,

wenn er ein bestimmtes Geschäft in Hamburg macht, wobei er sich nicht richtig benommen hat. Nur daraufhin könnte die Hamburger Handelskammer einschreiten. Diese ganzen Ehrengerichte würden überhaupt nur da einschreiten können, wo die Verhältnisse der betreffenden Börse in Betracht kommen. Nach meiner Ansicht erscheint eine Mitwirkung des Staatsanwalts von vornherein nicht möglich und richtig, und wäre nur eine Ausdehnung der Befugniß der Handelskammer erforderlich. Wir haben jetzt als Vorstand der Handelskammer nicht das Recht, die Leute auf ihren Eid hin zu vernehmen und wenn eine laxe Praxis eingetreten ist, so ist dies hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß wir uns positiv scheuen, irgendwie einem Falle näher zu treten, weil wir sehen, wir haben nicht die Kraft, wirksam einzuschreiten. —

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp** (den Vorsitz übernehmend): Wir kommen nunmehr zu Nummer 17. Nach der ganzen Stellung, welche die Herren Sachverständigen eingenommen haben, glaube ich, wird sich keiner von Ihnen für die Einsetzung besonderer staatlicher Organe zum Zwecke der Beaufsichtigung der Börse aussprechen. Ich richte die Frage an die Herren Sachverständigen, ob einer der Herren eine Erweiterung der staatlichen Aufsicht über die Börse wünscht? Sollte dies der Fall sein, so möchte ich die Frage stellen, ob nicht eine allgemeine Staatsaufsicht über die Börse, wie wir sie in Preußen haben, nothwendig ist. Ich glaube, auch diese Frage ist bereits erörtert, und wenn ich mich recht erinnere, waren es die Herren Vertreter von Berlin und München, welche eine derartige allgemeine Aufsicht für berechtigt und wünschenswerth bezeichnet haben. Dagegen die Herren Vertreter von Hamburg haben sich nicht dafür ausgesprochen. Nicht wahr?

Sachv. **Schinckel:** Ich habe der Ansicht Ausdruck gegeben, daß schon heut unser Senat in der Lage ist, die Börse zu beaufsichtigen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte dann, da die andere Nummer uns voraussichtlich längere Zeit beschäftigen wird, der Kommission vorschlagen, jetzt die übliche Pause zu machen, und die Herren bitten, damit unsere Verhandlungen nicht zu lange ausgedehnt werden, die halbe Stunde pünktlich inne zu halten.

(Halbstündige Pause.)

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wir kommen jetzt zu Nummer 18: welche Maßregeln empfehlen sich, um dem schädlichen Reklamewesen der bewußten Irreleitung des Publikums durch die Presse in der Verbreitung falscher Gerüchte entgegenzutreten? Ich möchte zunächst den Herrn Sachverständigen aus Berlin bitten, sich darüber zu äußern, und dabei auch einen Punkt zu berühren, der uns vielfach von den Herren Sachverständigen entgegengebracht ist, nämlich die Frage der Privatkurszettel, ob es möglich und zweckmäßig ist, gegen die Zeitungen, die diese Privatkurszettel bringen und häufig darin falsche Mittheilungen machen, in irgend einer Weise vorzugehen?

Sachv. **Salomon:** Ich möchte mir zunächst erlauben, zu bemerken, daß ich mich möglichst kurz fassen will und den Herrn Vorsitzenden bitten, für den Fall, daß ich in Erörterungen eingehe, die vielleicht schon häufig vorgekommen sind, mich davon zu avertiren, damit ich den Herren dieselben ersparen kann. Ich möchte nicht gern Dinge vorbringen, die längst erledigt sind.

Das schädliche Reklamewesen, die bewußte Irreleitung des Publikums durch die Presse und die Verbreitung falscher Gerüchte sind Dinge, die man wohl getrennt besprechen muß. Unter dem Reklamewesen sind also wohl diejenigen öffentlichen Inserate gedacht, durch welche beispielsweise zu Prämiengeschäften aufgefordert wird,

(Stellvertr. Vorsitzender: Jawohl)

unter der Vorspiegelung, daß damit nur ein geringes Risiko verbunden ist, daß man also nur etwa 100 Mark einzusetzen braucht, um viel zu verdienen, und also dadurch Kreise herangezogen werden, denen das Spekuliren an sich nicht zuträglich ist. Das führt zu der Frage, ob und inwieweit dem entgegengetreten werden kann. Wenn man beispielsweise die öffentlichen Inserate verbieten würde, so würde man andere redaktionelle Mittheilungen kaum treffen können, die in ähnlicher Weise gehalten sind. Man müßte das Preßgesetz ändern und ganz andere Dinge einführen; es würde sich um die Verantwortlichkeit der Presse handeln. Die Börsenorgane haben dieser gegenüber keine andere Befugniß, als den Vertreter einer einzelnen Zeitung auszuweisen ohne weitere Begründung. Die Zeitung könnte dann aber ohne weiteres am nächsten Tage einen anderen schicken, und die Vorsteher der Kaufmannschaft haben in solchen Fällen immer die ganze Presse gegen sich zu erwarten. Es würde demnächst abzuwarten sein, ob die Zeitung in gleicher Weise fortfährt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Würde nicht durch das Institut der Ehrengerichte die Möglichkeit gegeben sein, gegen Geschäftsleute, die in einer Weise, wie es der kaufmännischen Standesehre nicht entspricht, zu derartigen Geschäften auffordern, vorzugehen, ebenso eventuell auch gegen die Presse, wie es der Herr Vertreter aus Hamburg befürwortet hat?

Sachv. **Salomon:** Es würden die Ehrengerichte für diesen Fall mit einer derartigen Gewalt nicht ausgestattet sein. Wenn dies aber der Fall wäre, dann müßte ihrem Vorgehen auch entsprechender Nachdruck verliehen werden, so daß sie in der vom Herrn Vorsitzenden so eben bezeichneten Weise einschreiten könnten. Die Verquickung des Börsengeschäfts mit der Presse fällt unter die Frage des Kommissionsgeschäfts, und es erscheint daher wohl nicht angebracht, sich hier darüber zu äußern.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich glaube, es wäre hier doch der Platz dazu.

Sachv. **Salomon:** Daß ein Bankgeschäft gleichzeitig eine Zeitung herausgiebt, halte ich an und für sich nicht für so unzulässig oder schädlich, denn, wer die Zeitung von Polke hielt, wußte wenigstens, daß es Polke ist, der darin seine eigenen Interessen vertrat, und die Reklame, die hierin gemacht wird, ist nicht schädlicher, als das, was man zuweilen von Derartigem in anderen Zeitungen liest, ohne die Quelle zu nennen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das ist aber nicht immer der Fall. Nicht immer geht aus den Anzeigen und redaktionellen Notizen hervor, daß der Betreffende Eigenthümer des Blattes ist, namentlich bei Aktiengesellschaften.

Sachv. **Salomon:** Es ist eben nicht recht erkennbar, und ich halte dann, wenn es mal geschieht, es für besser, daß es erkennbar ist. Außerdem kann niemand einen Bankier hindern, für den Kreis seiner eigenen Börsenkunden einen Geschäftsbericht zu verfassen und zu versenden, soweit er in der üblichen Weise für den Inhalt aufkommt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Kann nicht im Wege der Börsendisziplin beziehungsweise durch das Ehrengericht gegen Solche eingeschritten werden, welche Berichte in ihren Privatkurszetteln und Zeitungen bringen, die unrichtig sind und die lediglich dem Zweck dienen, weitere Kreise zum Börsenspiel zu verführen?

Sachv. **Salomon:** Ich will exemplifiziren auf den Fall Loewy. Der inserirte, er kaufe Dividendenscheine zu einem sehr hohen Prozentsatze, und zwar vermuthlich von solchen Aktien, die er treiben wollte. Er machte sein Angebot illusorisch durch allerhand unerfüllbare Nebenbedingungen. Es wäre das vielleicht strafbar gewesen nach einer anderen Richtung hin, als unerlaubtes Mittel zur Beein-

flussung von Kursen, aber nicht in der Weise, daß die Börsendisziplin einschritt. Wir können nur insoweit vorgehen, als unser Einfluß reicht. Die Unabhängigkeit der Presse zu stören, sind wir nicht in der Lage, und ich weiß hier auch weiter keine Vorschläge zu machen, als diejenigen, daß die Presse, wie es an sich wohl schon der Fall ist, auch hier vielleicht in irgend einer Weise haftbar gemacht werden könnte für das, was sie bringt, ohne daß man ihr natürlich mehr zumuthet, als möglich ist. Die Verbreitung falscher Gerüchte ist ein wunder Punkt, mit dem wir uns am allermeisten zu beschäftigen haben. Wir haben es sehr häufig erlebt, daß ein Gerücht drei Tage hindurch falsch und am vierten richtig war und umgekehrt. Es liegt in der Natur der Sache, daß, wenn Dinge in Vorbereitung sind, die irgendwo durchdringen, und davon nun gesprochen wird, unter Umständen auch der Bankier davon zu sprechen genöthigt wird. Er hat z. B. von einem Kommittenten einen Auftrag erhalten, welcher unterbleiben würde, wenn ein Gerücht sich bewahrheitet. Er ist zweifellos unter Umständen verpflichtet, seinen Kommittenten von dem Bestehen des Gerüchtes Kenntniß zu geben, und es läßt sich nicht verhindern, daß in Wahrung von Interessen oder sonst irgendwie aus Freundschaft derartige Gerüchte weiter verbreitet werden. Es wäre allerdings sehr wünschenswerth, dem entgegenzutreten, aber ich wüßte nicht anzugeben, wie wir in wirksamer Weise das thun wollen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das einzige Mittel wäre Ihres Erachtens auch nur der Weg des weiteren Ausbaus des Ehrengerichts, indem man dasselbe eventuell nicht allein gegen die Person, sondern auch gegen die Zeitung selbst anwendet? Ich will einmal sagen, wenn der Börsenvorstand sich an eine Zeitung wendet und sie drei, vier Mal darauf aufmerksam macht, daß sie einen absolut ungeeigneten Vertreter zur Börse schickt, der sich kein Gewissen daraus macht, falsche Nachrichten zu verbreiten, würde es da nicht auch für zulässig zu erachten sein, eine solche Zeitung von der Börse auszuschließen. Wenn sie einen ganz ungeeigneten Vertreter schickt, der das Publikum täuscht und andere Interessen verletzt, dann muß sich die Zeitung das eben gefallen lassen.

Sachv. **Salomon:** In Ihrem Vorschlage scheint mir doch der Disziplin der Börsenorgane zu viel zugemuthet zu sein und eine Jurisdiktion zugesprochen zu werden, die nicht so leicht ausführbar ist und allzugroße Ansprüche an sie stellt. Es würde auch nicht verhindert werden können, daß die betreffende Zeitung sich auf anderem Wege Nachrichten verschaffen kann und ihr schädliches Treiben ungestört fortsetzt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte darauf hinweisen, daß große Zeitungen die Vertretung an der Börse gar nicht entbehren können, daß also Ermahnungen und eventuell die Androhung des Ausschlusses gegen solche Zeitungen ein wirksames Mittel sein würden, um eine Besserung der Verhältnisse herbeizuführen.

Sachv. **Salomon:** Ich glaube nur, daß damit der Presse gegenüber eine zu große Gewalt ausgeübt werden würde. Was die Privatkurszettel betrifft, so kann man die nicht verbieten. Wir haben die spezielle Einrichtung, daß für diejenigen Kurse, welche im amtlichen Bericht nicht notirt werden, der Hertel'sche Kursbericht maßgebend ist. Der amtliche Kurszettel notirt ferner die Prämiengeschäfte nicht, und er notirt auch die Schiebungssätze nicht. Für alle diese Dinge eine Notirung zu haben, ist eine unbedingte Nothwendigkeit, und solange die amtlichen Organe nicht in der Lage sind oder sich nicht für befugt halten, beispielsweise die Schiebungssätze, die Prolongationssätze u. s. w. notiren zu lassen, bin ich der Meinung, daß der Privatkurszettel ergänzend eintreten muß. In diesem Falle halte ich ihn für durchaus geboten. Es könnte allerdings dagegen eingeschritten werden und wird auch eingeschritten werden, wenn diese Kurszettel

falsche Notirungen bringen und dies zur Kognition der Börsenvorstände gelangt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Im allgemeinen sind Sie also der Ansicht, daß, sofern die Bedürfnisse des Verkehrs eine Notirung erheischen, auch die Börsenorgane auf amtlichem Wege diese herbeiführen sollten?

Sachv. **Salomon:** Ich habe bereits früher darauf hingewiesen, daß ein großer maßgebender Theil des Börsengeschäfts den unvereideten Maklern zufällt. Die vereideten Makler sind an ihren Platz an der Börse gebunden. Die Prämiengeschäfte lassen sich nicht in der Weise vermitteln, daß man sie von den Schranken aus vermitteln kann, sondern der Prämienmakler ist gezwungen, verschiedene Interessenten aus verschiedenen Kreisen der Börse aufzusuchen. Außerdem gehört zur Vermittelung dieser Geschäfte eine außerordentliche Geschicklichkeit und ein guter rechnerischer Kopf, den man nicht von jedem ohne weiteres verlangen kann. Um diese Geschäfte zu vermitteln, dazu fehlt einem Theil der vereideten Makler die Fähigkeit oder die Gelegenheit, und infolge dessen ist es bisher nicht als möglich erschienen, daß die vereideten Makler die Prämiennotirungen amtlich machen. Andererseits ist die Bedeutung des Prämiengeschäfts vielfach unterschätzt worden. Ich schätze dasselbe sehr hoch und halte eine Notirung für nothwendig. Wir haben darüber jetzt den Hertel'schen Bericht und den Privatkurszettel, welchen einige vereidete Makler, die Prämiengeschäfte machen, als ihre private schriftstellerische Leistung herausgeben, sowie den Löwenherz'schen Bericht. Die Angaben haben sich fast immer als richtig erwiesen; übrigens sind auch die Berichterstatter jedem zugänglich, der es verlangt, sobald ihnen ein Geschäft als faktisch gemacht nachgewiesen wird, dasselbe in ihre Notiz aufzunehmen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Diese Art von Privatkurszetteln enthält wohl nur die Registirung der Kurse, also kein Urtheil, keine Anregung, sondern nur die einfachen Thatsachen?

Sachv. **Salomon:** Jawohl! Der Löwenherz'sche Kursbericht wird häufig von den Zeitungen benutzt. Jedenfalls enthalten diese Kurszettel absolut nichts, als die Thatsache, daß der Kurs so und so gewesen ist.

Professor **Cohn:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so wollten Sie durch die Börsendisziplin sowohl Kommissionäre, als auch Leute von der Presse ausschließen, welche sich in der Reklame nach der Ueberzeugung des Börsenvorstandes vergangen haben. Heißt das nach den bestehenden Vorschriften nicht, sich zu weit vorwagen?

Sachv. **Salomon:** Ja, in der Reklame vergangen ist ein unbestimmter Ausdruck. Es käme darauf an, ob in irgend einer Weise der Thatbestand derartig ist, daß er ein Einschreiten rechtfertigt. Ich halte im Uebrigen nach der augenblicklichen Lage die Börsenorgane gegenüber der Presse schon jetzt dazu befugt. Was die Behandlung der Presse betrifft, so ist es sehr schwierig, eine Disziplin auszuüben in gerechter Weise. Es würde damit den Börsenorganen eine Herrschaft über die Presse eingeräumt werden, die selbst von höherer Stelle gar nicht beansprucht werden kann.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wollen Sie die Güte haben, sich über die Unterfragen zu äußern, ob die hinsichtlich der Aktien gegebenen Strafbestimmungen des Handelsgesetzbuchs Art. 249d Nr. 1 und 2 auch auf andere Papiere und selbst auf den Waarenhandel auszudehnen sind.

Sachv. **Salomon:** In dem Artikel 249d sind öffentliche Bekanntmachungen erwähnt, also der Fall, daß jemand durch öffentliche Bekanntmachungen zur Betheiligung an Aktienunternehmungen auffordert. Ich meine, daß eigentlich der Begriff „öffentliche Bekanntmachungen" hier ein anderer ist, als im allgemeinen. Es ist mir nicht ganz klar,

ob gerade hier der Fall gemeint ist, daß man zur Zeichnung für Aktien auffordert, ob man damit die Prospekte, die zur Vertreibung der Aktien erforderlich sind, meint. Es ist wohl mit dem Begriff „öffentliche Bekanntmachungen“ in diesem Artikel etwas anderes gemeint. Vielleicht sind die Herren in der Lage, sich darüber zu erklären. Eine öffentliche Bekanntmachung könnte schließlich eine Zeitungsnotiz sein, worin am Schlusse eines längeren Referats gesagt wird: „Es scheint hiernach, daß die Aktien kaufenswerth sind“ u. s. w.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Auf die Frage, was unter dem Begriff „öffentliche Bekanntmachungen“ zu verstehen sei, möchte ich mich nicht äußern. Ich glaube, darauf kommt es hier nicht an. Das Gesetz schreibt vor, und es ist anzunehmen, daß überall eine richtige Auslegung der Gesetze stattfindet.

Der Artikel 249d des Handels-Gesetzbuches bestimmt:

> Mit Gefängniß bis zu einem Jahre und zugleich mit einer Geldstrafe bis zu 10 000 Mark wird bestraft:
>
> 1. wer in öffentlichen Bekanntmachungen wissentlich falsche Thatsachen vorspiegelt oder wahre Thatsachen entstellt, um zur Betheiligung an einem Aktienunternehmen zu bestimmen.

Nun fragt es sich, ob es gerechtfertigt ist, diese Bestimmung auf Aktienunternehmungen zu beschränken, ob es an dem Thatbestande etwas wesentliches ändert, daß es sich nicht um ein Aktienunternehmen handelt, sondern um die Betheiligung an anderen Unternehmungen.

Sachv. **Salomon:** Die Voraussetzungen des betreffenden Artikels sind für die Strafbarkeit die betrügerische Absicht und die Wissentlichkeit. Ich würde das ohne Bedenken auch auf andere Papiere ausdehnen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sind Sie derselben Ansicht über die Nummer 2, wo die Rede ist von betrügerischer Absicht und auf Täuschung des Publikums berechneten Mitteln?

Sachv. **Salomon:** Auch in dieser Weise sind die Vorbedingungen zu bejahen.

Sachv. **Schinckel:** Ich kann mich im allgemeinen dem anschließen, was Herr Salomon ausgeführt hat. Ich bin der Presse gegenüber nicht so ängstlich. Ich glaube, daß in gewissen Fällen nicht blos der derzeitige Vertreter der Zeitung, sondern auf gewisse Zeit die ganze Zeitung auszuschließen sein kann, und ich sehe in der Anwendung des Disziplinarverfahrens des einzusetzenden Ehrengerichts das einzige Mittel, den Uebelständen entgegenzutreten. Was die Unterfrage betrifft bezüglich des Artikels 249d des Handels-Gesetzbuches, die bejahe ich.

Sachv. **Schröter:** Was den ersten Absatz anlangt, so bin ich der Ansicht, daß dem schädlichen Reklamewesen sehr schwer beizukommen sein wird. Bei unseren kleinen Verhältnissen würde eine solche Maßregel wie die Ausschließung des betreffenden Zeitungskorrespondenten oder Reporters nichts zu bedeuten haben, weil die Zeitungen gar nicht bei uns vertreten sind.

Was den zweiten Theil betrifft, so bin ich für die Bejahung. Wie das nachher juristisch zu formuliren sein wird, ist eine andere Frage. Wenn gefragt worden ist, was unter den öffentlichen Bekanntmachungen zu verstehen ist, so ist kein Zweifel, daß nach dem Aktiengesetz der Prospekt gemeint ist. Ein entsprechender Strafgesetzparagraph müßte meiner Meinung nach so gehalten sein, daß, soweit es möglich ist, auch irgend welche versteckte Notizen damit getroffen werden können. Es müßten also alle irgendwie bewußt zur Irreleitung des Publikums führenden und falsche Thatsachen vorspiegelnden Nachrichten bestraft werden.

Sachv. **Finck:** Ich erblicke namentlich in der Verquickung von Journalismus und Bankgeschäft die allergrößte Gefahr, und ich würde in diesem Falle wie überhaupt bei jedem Ausstreuen falscher Nachrichten mit der allergrößten Strenge verfahren. Ich glaube auch, daß es möglich sein würde, in Verbindung mit dem beabsichtigten ehrengerichtlichen Verfahren sehr günstig im vorliegenden Falle einzuwirken. In der Hauptsache allerdings bin ich wohl der Meinung, daß hier die Selbsthilfe sehr nöthig sein wird und daß man unter gar keinen Umständen diese Persönlichkeiten unterstützt, wie es auch vielfach vorkommen soll, durch die Zuwendung der Nachrichten und Inserate an die betreffenden Blätter. Ich glaube, damit könnte sehr viel gut gemacht werden.

Was den zweiten Absatz der 18. Frage betrifft, so wäre ich der Meinung, daß die für die Aktien gegebenen Strafbestimmungen unbedingt auch auf andere Papiere ausgedehnt werden sollten. Es ist vielfach bei uns vorgekommen, daß Aktiengesellschaften, anstatt das Aktienkapital zu erhöhen, Obligationen ausgegeben haben, bezüglich deren sie ganz frei waren. Während bei Aktien genaue Bestimmungen vorhanden sind, brauchten sie hier nur einfach eine gewisse Anzahl Obligationen auszugeben. Gerade diese Obligationen gehen in die Hände des kleinen Publikums über, weil unter Umständen der Käufer glaubt, hier Papiere von besonderer Sicherheit zu erwerben. Deshalb würde ich meinen, die Strafbestimmungen hinsichtlich der Aktien sollten fast noch mehr gegenüber den Obligationen zur Anwendung kommen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Der Herr Sachverständige sagte, er würde es für zweckmäßig erachten, wenn mit der Zuwendung von Inseraten nicht ein gewisser Mißbrauch getrieben würde. Welchen Fall hat er dabei im Auge? Es ist uns von den einzelnen Herren mitgetheilt worden, daß eine Art von Revolverpresse existirt, welche von den Emissionshäusern die Zuwendung von Inseraten verlangt, widrigenfalls sie ihre Emissionen schlecht macht. Sind das die Fälle, die Sie im Auge haben?

Sachv. **Finck:** Diese habe ich speziell im Auge, weil ich der Ansicht bin, daß eine solche Presse leider in großem Maßstabe überall existirt. Leute, die weiter nichts besitzen, als daß sie eine gewandte Feder führen, halten sich für berechtigt, ein Journal herauszugeben, wenn auch nur eine Wochenschrift. Sie haben keinerlei Kaution dafür zu stellen; sie können heute anfangen und eine Zeitung herausgeben — vielleicht ein halbes Jahr oder ein Jahr lang — dann wieder aufhören; inzwischen suchen sie sich auf diese Weise finanzielle Vortheile zu verschaffen. Da ist nur die Selbsthilfe möglich.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Liegt nicht, wie ein Vertreter der Presse mittheilte, die Hauptschuld an den Firmen, welche diese Presse gewissermaßen mißbrauchen? Sollte es nicht auch auf dem Wege des Ehrengerichts eventuell möglich sein, gegen solche Firmen vorzugehen, die, obwohl sie wissen, daß die Mittheilungen, welche diese Blätter bringen, nicht richtig sind und zur Irreleitung des Publikums führen, gleichwohl sich der Mitwirkung einer solchen Presse durch Bestechung versichern? Ist das auch Ihre Ansicht?

Sachv. **Finck:** Ich glaube, wenn sich der Ehrengerichtsrath hiermit zu beschäftigen haben würde, so würden sehr viele dadurch abgehalten werden können, überhaupt einer solchen Presse irgend einen Vortheil zuzuwenden.

Sachv. **Metzler:** Prinzipiell stehe ich auf dem Standpunkte, daß man die Presse möglichst im Zaum halten soll, was die Irreleitung des Publikums und das schädliche Reklamewesen anlangt. Es ist mir aber doch nicht ganz klar, wie der Ehrenrath überhaupt eingreifen kann. Wir haben selbst in Frankfurt an der Börse die Erfahrung gemacht, daß wenn falsche Nachrichten gebracht sind und wir nachgesucht haben (ich will nicht von Zeitungen sprechen, sondern von

Depeschen, die gekommen sind), es uns immer sehr schwer gewesen ist, den Urheber festzustellen. Der Mann sagte einfach: ja, ich kann das gar nicht begreifen, ich will gleich hin telegraphiren und sehen, wie die Sache liegt; und so ist die Sache aus der Welt geschafft worden. Ich glaube nicht, daß der Börsenvorstand, was ich bedaure, in der Lage ist, so einem Mann auf den Leib zu rücken oder überhaupt der Presse wirksam entgegenzutreten. Wenn gewisse Firmen sich dieser Revolverpresse, wie Sie sie hier nennen, bedienen, um Reklame zu machen, wie soll da der Börsenvorstand einschreiten? Ich wünschte, daß er es könnte, aber wir können doch niemand verbieten, irgend eine Notiz an eine Zeitung zu geben. Es wäre sehr wünschenswerth, wenn wir die Befugniß hätten, aber ich sehe nicht ein, wie wir es machen können.

Bezüglich des zweiten Absatzes bin ich der Ansicht, daß die Bestimmungen für Aktien ganz gut auch auf andere Papiere ausgedehnt werden können.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Zweifellos ist die Verfolgung falscher Gerüchte äußerst schwierig. Wenn Sie allerdings, wie Sie anführten, sich an den Verbreiter dieser Gerüchte wenden, dann glaube ich freilich nicht . . . . . .

Sachv. **Metzler:** Entschuldigen Sie, das ist ein Irrthum. Das ist nur der momentane Eindruck an der Börse. Es kommt eine andere Depesche an, die die erste vielleicht als falsch bezeichnet, und dann sagt der Betreffende einfach, es ist ein Irrthum passirt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das ist Sache der Interpretation, ob man in jedem Falle so nachsichtig zu sein braucht. Ich muß sagen, wenn jemand eine Depesche bekommt und bekannt giebt, die von erheblichem Einfluß etwa auf den Kurs der österreichischen Kreditaktien wäre und nachher sagt, es war ein Irrthum, dann könnte doch das Börsenkommissariat sagen: Ja, lieber Freund, ich glaube nicht, daß diese Nachricht zufällig in Deine Hände gekommen ist, ich bin vielmehr der Ansicht, Du hast die Depesche provozirt; nun beweise das Gegentheil durch zeugeneidliche Vernehmung.

Sachv. **Metzler:** Wir haben keine.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich setze voraus, daß diese möglich ist.

Sachv. **Metzler:** Dann komme ich immer wieder darauf zurück: Ich erstrebe in allen diesen Fragen eine Ausdehnung der Befugnisse der Handelskammer.

Dr. **Jürgens:** Aus den Ausführungen des letzten Herrn Sachverständigen geht hervor, daß es bei dem augenblicklichen Zustande dem Börsenvorstand außerordentlich schwer sein würde, irgendwie gegen eine Zeitung disziplinarisch vorzugehen, welche falsche Nachrichten verbreitet hat. Ich möchte die Herren, welche die Organisation von Ehrengerichten für ausführbar halten, fragen, ob es möglich sein wird, eine falsche Nachricht gleich als solche zu erkennen? Wir erfahren das erst später, ob eine Nachricht falsch ist oder nicht, und dann ist das Unglück schon geschehen. Ich glaube wie der Herr Sachverständige aus Frankfurt, daß, wenn wirklich geholfen werden soll, das schnellste Eingreifen nöthig ist, und dies ist meist eben nicht möglich. Es ist mit der falschen Nachricht eine augenblickliche Beeinflussung beabsichtigt und wird auch vielleicht erreicht. Man muß sich fragen, ob nicht hier den Börsenvorständen eine Verpflichtung auferlegt wird, die sie auch bei dem besten Willen nicht mit dem Erfolg werden ausüben können, um das zu vermeiden, was vermieden werden soll, nämlich eine Beeinflussung des Marktes. Das ist eine außerordentlich schwierige Frage, deren Tragweite nicht unterschätzt werden darf.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es kann keine Frage sein, daß das ehrengerichtliche Verfahren kein absolutes Hülfsmittel gegen solche Ausschreitungen ist, denn es kann erst hinterher

angewandt werden. Die gemeinschädliche Wirkung solcher Vorkommnisse kann dadurch nicht völlig paralysirt werden. Aber gleichwohl ist es möglich, und habe ich auch die Sache so verstanden, in dem Falle, wo eine Nachricht hinterher sich als falsch erwiesen hat, den Verbreitern auf den Leib zu gehen, zu untersuchen, wer die Nachricht verbreitet, wer das Telegramm veröffentlicht hat, ferner, woher es gekommen ist, welche Thatsachen überhaupt vorliegen, und daß nun ex post gegen den Verbreiter derartiger falscher Nachrichten auf dem Wege der Disziplin oder des Ehrengerichtes vorgegangen wird. Das würde ja doch natürlich immer den Effekt haben, daß, wenn solche Leute von der Börse zeitlich oder dauernd ausgeschlossen werden, eine prohibitive Wirkung erzielt wird, womit eine ganze Reihe von Uebelständen und Ausschreitungen für die Zukunft verhindert werden würden.

Dr. **Jürgens:** Ich möchte gern von dem Herrn Sachverständigen, der die Verhältnisse kennt, erfahren, ob er es für ausführbar hält, solche Sachen ex post zu verfolgen, den Urheber solcher Nachrichten zu ermitteln und zu fassen?

Sachv. **Metzler:** Das bestreite ich.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Was bestreiten Sie, daß das ex post möglich wäre?

Sachv. **Metzler:** Ich möchte ganz kurz auf folgenden Fall hinweisen. Die Frankfurter Zeitung enthielt eines Tages ein Telegramm, wonach ein bedeutendes Haus in Mailand fallirt habe; nachher stellte sich die Nachricht als falsch heraus; da führte der Besitzer als Entschuldigung an: „Es ist falsch aufgegeben worden, ich war am Sonntag nicht da, der Betreffende, der diese kommerziellen Nachrichten kontrolirt, war auch nicht da.“ Was soll ich nun mit einem solchen Manne anfangen?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wenn Sie der Ueberzeugung sind, daß ein entschuldbares Versehen vorliegt, so werden Sie es beim Ehrengericht nicht weiter verfolgen. Wenn aber solche Sachen nicht einmal, sondern mehrmals vorkommen — und die Verbreitung falscher Gerüchte kommt an jeder Börse sehr oft vor — wenn solche Nachrichten verbreitet und ausgenützt werden, (man liest ja häufig, das und das Gerücht hat auf den Kurs eingewirkt), dann wäre doch ein Grund zum Einschreiten vorhanden. Es mag zugegeben werden, daß solche Gerüchte sich nicht immer auf greifbare Thatsachen stützen, aber wenn Jemand wiederholt Ausschreitungen begeht, wiederholt falsche Nachrichten verbreitet, so wird man doch den dolus präsumiren können.

Freiherr **v. Huene:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob nicht gerade das Verhältniß zur Presse darauf hinweist, daß es zweckmäßig wäre, in irgend einer Weise eine Mitwirkung staatlicher Organe zu konstruiren. Gerade, wo das Ehrengericht über den Rahmen der eigenen Korporation hinausgreift, und gewissermaßen gegen Dritte in Thätigkeit kommt, halte ich es für ganz zweckmäßig, daß eine richterliche Person mitwirkt, sei es beim Ehrengericht selbst, sei es als Kontrolinstanz.

Sachv. **Salomon:** Augenblicklich unterliegt die Verfolgung falscher Gerüchte de facto schon den staatlichen Behörden. Wenn in dem Falle eines falschen Gerüchtes ein öffentliches Interesse vorliegt, kann die Staatsanwaltschaft einschreiten und hat alle Mittel, der Sache auf den Grund zu gehen. Wenn sie sich bisher mit den kaufmännischen Delegirten noch wenig in Verbindung gesetzt hat, so liegt dieser Fehler nicht an der Kaufmannschaft. Es wäre wünschenswerth gewesen, wenn bei der Einleitung derartiger Prozesse von vorn herein kaufmännische Sachverständige gehört worden wären. Ich glaube, daß bei dem gegenwärtigen Zustande schon mehr vorhanden ist, als Freiherr v. Huene verlangte.

Wenn falsche Gerüchte vorliegen, so ist der Betreffende vollständig haftbar, unter Umständen ist man sogar im Stande, einen Anspruch auf Schadenersatz daraus herzuleiten. Wenn irrthümlicher Weise der Konkurs oder die Zahlungseinstellung einer Firma gemeldet wird, ist letztere zweifellos in der Lage, ihre Rechte geltend zu machen. Dafür brauchen wir weder eine Aenderung noch können die Börsenorgane etwas thun. Ich habe von vornherein gesagt, daß einem Ehrengerichtshofe nicht zugleich die Verfolgung der Presse zugemuthet werden könne, weil er dieselbe doch nicht durchführen kann. Außerdem haben wir eine Jurisdiktion nur über Vorgänge, die sich innerhalb der Börsenräume abspielen. Wenn sich z. B. zwei Börsenleute vor der Thür prügeln, so können wir sie nicht justifiziren. Ich glaube, wenn an die zuständigen Behörden Anzeige gemacht wird, so müßte es diesen überlassen bleiben, sich weitere Informationen in kaufmännischen Kreisen zu verschaffen, ich halte es aber für bedenklich, die Thätigkeit des Ehrengerichtshofes in einer Weise auszudehnen, welche in die ordentliche Gerichtsbarkeit übergreift.

Freiherr **v. Huene:** Ich glaube, daß einige Herren mehr gefordert haben; Sie denken sich das wohl so, der Ehrengerichtshof kann nur auf Grund eines anderweitig gefällten Urtheils auf Ausschließung von der Börse erkennen, überläßt aber die Verurtheilung den gewöhnlichen Gerichten und zieht für die Börse die Konsequenz daraus.

Sachv. **Schinckel:** Betreffs der staatlichen Einmischung stehe ich auf folgendem Standpunkte. Herr Dr. Jürgens hat darauf aufmerksam gemacht, daß es wünschenswerth wäre, falschen Nachrichten der Presse zu begegnen, ehe sie Schaden verursacht haben. Ich halte es für unmöglich, daß die Börsenkommissare dies verhindern können, eben so wenig ein Staatskommissar an einer großen Börse, da dies nur eine Person ist, während die Aufsicht über die Börse seitens des Börsenkommissariats stets von mehreren geübt wird. Ich theile die Ansicht, daß solche Nachrichten augenblicklich wirken und betreffs ihres Schadens nicht mehr zu korrigiren sind. Dagegen glaube ich im Gegensatze zu Herrn Dr. Jürgens, daß eine nachträgliche Untersuchung doch großen Nutzen haben kann. Ich meine, daß die Presse in der Verbreitung derartiger Nachrichten — es braucht gar nicht böswillig, sondern nur fahrlässig zu sein — oft unverantwortlich verfährt. Ich kann aus eigener Erfahrung sagen, daß ich an der Börse neben dem Vertreter einer der best und ehrlichst geleiteten Zeitungen sitze und manchmal in dem betreffenden Blatte eine Nachricht über meine Bank lese, welche einem anderen Blatte entnommen ist, die absolut falsch ist. Warum kann denn der Vertreter des Blattes, der doch neben uns sitzt, sich nicht zuvor darüber vergewissern, ob die Sache wahr ist oder nicht. Werden solche Nachrichten in fahrlässiger Weise gebracht, so glaube ich, daß eine Untersuchung stattfinden muß, die ja nicht gerade streng zu sein braucht, die Presse aber darauf hinführen würde, in der Entnahme von Nachrichten und der Wahl der Quelle vorsichtiger zu sein. Betreffs der Nachricht in der Frankfurter Zeitung von dem Fallissement eines großen Hauses in Mailand glaube ich, daß die Frankfurter Zeitung sich bei zuverlässigeren Quellen in Mailand hätte erkundigen müssen, bevor sie eine solche Nachricht brachte. Natürlich können trotzdem noch falsche Nachrichten unterlaufen.

Graf **Arnim:** Der Herr Sachverständige hat zugegeben, daß die Regierung unzweifelhaft berechtigt sei, einen Staatskommissar an die Börse zu entsenden. Ich möchte nun fragen, ob es nicht von großer Bedeutung und wesentlichen Nutzen sein würde, wenn ein Kommissar, ohne in den Verkehr hemmend einzugreifen, blos zuhörte, wenn an diesem Centralpunkte des wirthschaftlichen Lebens sich ein Mann befände, der, falls, wie es in Berlin häufig vorgekommen ist,

ganz bedenkliche politische Nachrichten verbreitet werden, sofort den Namen des Verbreiters feststellte und nun die Börsen-Kommission respektive die Aufsichtsbehörde ersuchte, sofort vorzugehen. Ich möchte auch fragen, ob nicht ein bedeutendes allgemeines Staatsinteresse vorliegt, zu verhindern, daß durch Verbreitung hochpolitischer falscher Nachrichten auf den Kurs der deutschen Staatspapiere ungünstig eingewirkt wird.

Sachv. **Salomon:** Ich habe mich dafür ausgesprochen respektive bestätigt, daß die Staatsbehörde schon jetzt einschreiten kann, nicht aber, daß etwa ein Staatskommissar zur Börse kommt von Aufsichtswegen, sei es ein Kommissar der Reichsbank oder der Seehandlung, und z. B. schleunige Erklärungen abgiebt. In Wien hat sich das einmalige Einschreiten des Staatskommissars nicht besonders bewährt. Es handelte sich eigentlich darum, daß gewissen Wiener Großspekulanten der Rückgang ihrer Aktien nicht paßte, und daß diese einen Staatskommissar mißbräuchlicher Weise dazu gerufen haben. Das war der Kernpunkt. Hier in Berlin haben wir einmal ein Gerücht von der Erkrankung Sr. Majestät gehabt; die betreffenden Persönlichkeiten sind angezeigt, haftbar gemacht und bestraft worden, obgleich sie nachgewiesen haben, daß diese Nachricht schon vorher in den Zeitungen gestanden hat, und daß sie zu der Zeit ein jeder von ihnen etwa 8 Millionen Mark auf die neue 3 prozentige Reichsanleihe gezeichnet hatten, daß also, wenn das Gerücht wahr gewesen wäre, es ihnen unter Umständen ihr ganzes Vermögen gekostet hätte. Sie haben sich auf Quellen berufen und ihre bona fides nachweisen können.

Wir kommen schließlich auf den Standpunkt, daß man bei dem Nachrichtenwesen der Presse, da es sich um schnelle Nachrichten handelt, von Fall zu Fall entscheiden muß und nur sagen kann, in dem Falle ist es strafbar, in dem anderen nicht. Es ist ferner zu berücksichtigen, daß der Bankier, der von seinem auswärtigen Kommittenten den Auftrag erhält, ein gewisses Papier zu kaufen, wenn ihm irgend eine Nachricht zugetragen wird, zweifellos als Bevollmächtigter seines Kommittenten die Pflicht hat, diesen davon zu benachrichtigen, daß er von dem und dem gehört habe, selbstverständlich mit allem Vorbehalt. Ein Staatskommissar würde nach meiner Meinung daran so gut wie gar nichts ändern.

Sachv. **Volkmar:** Betreffs des ersten Punktes kann ich mich nicht näher äußern darüber, ob neben den allgemeinen Strafrechtsbestimmungen noch andere Strafen eintreten könnten. Dies würde von dem Ehrenrathe abhängen, über dessen Zusammensetzung wir zur Zeit noch nichts näheres wissen. Die Ausdehnung der strafrechtlichen Bestimmungen des Art. 249d des Handelsgesetzbuchs auf andere Papiere scheint mir unbedenklich. Man braucht blos in der Nr. 1 vor „zu bestimmen" die Worte „oder zum Erwerbe von Anleihen- oder Loospapieren" einzuschalten.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann kommen wir zu Nr. 18, mit welcher Nr. 19 bis 22 eng zusammenhängen. Daher bitte ich, auch diese in den Bereich der Erörterung zu ziehen. Frage 20 ist etwas deplazirt, so daß wir diese nachher besonders besprechen können. Ich möchte zunächst bemerken, daß in Bezug auf das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs besonders nach zwei Richtungen Bedenken geäußert worden sind, daß es nämlich einerseits nach Lage der gegenwärtigen Gesetzgebung schwer festzustellen sei, wann er als Selbstkontrahent auftritt, und daß er sogar noch im Laufe des Prozesses sich darüber schlüssig machen kann, ob er als solcher eingetreten ist oder nicht. Andererseits wurde darauf hingewiesen, daß die Kursnotirung, die ja eigentlich nichts weiter ist, als die Registrirung der Thatsache, daß zu einem bestimmten Kurse Geschäfte gemacht worden sind, eine unzureichende Grundlage für die Abwickelung von Börsengeschäften

zwischen Kommissionär oder Kommittent bietet, weil die Kursnotirung namentlich auch von dem Kommissionär selbst beeinflußt werden kann. Wollen Sie die Güte haben, sich über diese Punkte zu äußern.

Sachv. **Salomon:** Das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs halte ich für ein unbedingt nothwendiges und unentbehrliches Erforderniß, das zu streichen wir nicht in der Lage sind, und ich möchte darauf hinweisen, daß einem Selbstkontrahenten-Recht auch eine Selbstkontrahenten-Pflicht gegenübersteht. Für die notirten Kurse ist der Kommissionär dem Kommittenten haftbar, insofern als er, wenn die Notirung die Ausführung des Auftrages zugelassen hat, die Ausführung in voller Summe machen muß. Bei dem gegenwärtigen Zustande müssen wir zwischen Kassa- und Termingeschäft unterscheiden. Beim Kassageschäft ist unser Kurs in den meisten Fällen sehr zuverlässig, wobei nicht ausgeschlossen ist, daß einzelne Papiere einer besonderen Beeinflussung unterliegen. Bei einem jedem Papier, das auf Zeit notirt wird, haben wir einen ersten Kurs und in beschränktem Maße auch einen Schlußkurs. Er wird wesentlich benutzt, um einen bestimmten Zeitpunkt zu fixiren, an welchem die Selbstkontrahentenpflicht eintritt, abgesehen davon, daß eine Pflicht vorliegt, innerhalb der schwankenden Kurse, welche zwischen dem ersten und dem Schlußkurse notirt sind, die dann vorliegenden Aufträge dem Kommittenten als ausgeführt zu überschreiben, sobald sie sich durch die Notirungen als ausführbar erweisen. — Es handelt sich um etwa 70 Papiere, die auf Zeit gehandelt werden, und das Kommissionshaus hat nur die wenigen Minuten vor 12 Uhr an Zeit, um den Maklern die vor der Feststellung des ersten Kurses eingegangenen Aufträge zu ertheilen. Das erweist sich zuweilen als physisch unmöglich, das Kommissionshaus muß aber für die Ausführung aufkommen und das, was es nicht hat ausführen können, doch zum ersten Kurse übernehmen oder geben. Das ist unter Anderm eine Folge der Selbstkontrahentenpflicht. Das Selbstkontrahentenrecht ist ferner auch nicht allein nicht zum Schaden des Kommittenten, wie oft irrthümlich angenommen wird, sondern häufig zum Nutzen desselben, wo es sich um Ausführung größerer Aufträge handelt, wo es für den Kommittenten sehr wichtig ist, daß sie schnell ausgeführt werden. Wenn der Kommissionär alles einzeln kommissionsweise kaufen sollte, so würde er in vielen Fällen mehr bezahlen müssen, als er selbst dem Kommittenten anrechnet und die Ausführungsnachricht würde sich verzögern. Wenn der Herr Sachverständige für München bei Gelegenheit der Frage über die Feststellung der Kurse berichtet hat, daß man in München ungefähr eine Stunde braucht, bis die Kurse ermittelt werden, und wenn zu wenig Material da ist, man das repartirt und den Leuten weniger giebt, so ist, glaube ich, den Kommittenten, die Papiere kaufen wollen, weit weniger damit gedient, als wenn der Kommissionär die Papiere aus seinem eigenen Bestande zusagen kann. Denn es wird dem, der den Auftrag ausgeführt sehen will, nicht darauf ankommen, ob er 10 Pfennig oder 25 Pfennig mehr bezahlt, wenn er nur seinen Auftrag vollständig ausgeführt bekommt. Ich halte aber eine Aenderung des bestehenden Zustandes in dem Sinne für wünschenswerth, daß ich das generelle Eintreten als Selbstkontrahent nicht für zulässig halte, sondern wünsche, daß der Kommissionär im einzelnen Falle, in dem Augenblicke, wo er die Schlußnote versendet, dem Kommittenten mittheilt, ob er Selbstkontrahent gewesen ist oder nicht. Ich verschiebe dies auf die Zusendung der Schlußnote, weil ich berücksichtige, daß große Geschäftshäuser in kurzer Frist nicht übersehen können, inwieweit sie als Selbstkontrahent eingetreten sind oder nicht. Sie haben die Nachricht vom Makler noch nicht, sie sind auf ihr Personal angewiesen, und in den wenigen Stunden des Nachmittags ist es kaum möglich, bei einer Korrespondenz oder gar bei

einer telegraphischen Nachricht zu kontroliren, ob und wieviel kommissionsweise, wieviel selbstkontrahirend abgeschlossen ist. Die gesetzliche dreitägige Frist für Uebersendung der Schlußnote giebt die nöthige Zeit, um darüber klar zu werden. Ich erblicke hierin eine Abhülfe für die Uebelstände, welche beispielsweise im Prozesse Polke gerügt worden sind. Wenn die Auftraggeber in diesem Falle kurz nach der Ausführung ihrer Aufträge aus der Schlußnote hätten ersehen können, daß Polke in vielen Fällen ganz bestimmt Selbstkontrahent gewesen war und ganz bestimmt nicht als Kommissionär gekauft habe, so konnten sie sich nicht nachträglich beschweren, daß sie geglaubt hätten, Polke habe für sie effektiv gekauft. Mit Annahme meines Vorschlages wäre das Verhältniß zwischen beiden Parteien klar gestellt und jede weiß, woran sie ist. Polke hat den Leuten vielfach Papiere abgegeben, an denen dieselben sehr viel verdient haben oder verdienen konnten. Das kommt auch bei anderen Kommissionären sehr oft vor, und somit verursacht das Selbsteintrittsrecht nicht, wie vielfach behauptet wird, dem Kommittenten nur Schaden, sondern es verschafft ihm auch sehr häufig Nutzen. Gar Mancher hat seinen Bestand an einem guten Papier seinen Kunden billig abgegeben und denselben den ganzen daran zu erzielenden Vortheil zugewendet. Es ist nun zu erwägen, ob und in wie weit der Börsen-Marktpreis vorhanden ist. Herr Geheimrath Gamp hat erklärt, daß er die Kursnotirungen kaum für geeignet halte, um dieselben dem Selbsteintrittsrecht zu Grunde zu legen. Ich glaube, daß der Kassakurs, wie er notirt wird, dafür genügt, und besonders dem Kommittenten, der den Auftrag gegeben hat, Gelegenheit gibt, sich sofort darüber Gewißheit zu verschaffen, wie das Geschäft, ob durch Ausführung oder Selbsteintritt, zu Stande gekommen ist. Es bliebe nun die Frage zu entscheiden, in wie weit die Kurse für Zeitgeschäfte einen Börsen-Marktpreis im Sinne des Artikels 376 repräsentiren, und da muß ich sagen, daß dies auch in Bezug auf diese Kurse in der That der Fall ist. In der größten Mehrzahl der Fälle wird jeder Kommissionär als rechtschaffener Kaufmann sich von vornherein nur für berechtigt halten, zu dem Kurse einzutreten, der in dem Augenblicke an der Börse maßgebend ist, zu dem er also auch mit anderen Personen als mit seinem Kommittenten kontrahiren könnte. Eine genaue Feststellung und Prüfung wird hierbei natürlich nicht immer stattfinden können. In diesem Falle ist durch die sofortige Benachrichtigung des Kommittenten von der Ausführung des Auftrages, etwa mittelst telegraphischer Depesche, dem letzteren die Möglichkeit gegeben, zu kontroliren, wie der Kurs zu der betreffenden Zeit gewesen ist. Wir haben gar nicht selten privatim von Geschäftsfreunden Anfragen erhalten, wie um 1, um 2, um 3 Uhr der Kurs gewesen ist. Auf diese Weise ist die Möglichkeit, zu reklamiren oder zu recherchiren, wohl zuzugeben.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen nur fragen: Hält er es für zulässig, daß der Kommissionär bei Kassageschäften auch dann als Selbstkontrahent eintritt, wenn er sich nicht im Besitz der Waare befindet, und sie auch nicht innerhalb der Frist, die für die Abwickelung von Kassageschäften vorgeschrieben ist, erwirbt?

Sachv. **Salomon:** Wenn es sich darum handelt, die Papiere abzuliefern, so müßte er leihweise oder auf Grund eines anderweitigen Engagements sich die Papiere verschaffen. Er kann das Papier, das er nicht auf Zeit gekauft hat, doch auf Zeit abgeben, auch insofern er nicht Besitzer ist. Alles das halte ich nicht für unzulässig. Ferner muß ich ausdrücklich betonen, daß es, abgesehen von den Kassapapieren, die sich unter spezieller Patronage des betreffenden Kommissionärs befinden, unschädlich ist, wenn der Kommissionär das Selbsteintrittsrecht ausübt, weil er schon in der nächsten

Minute gar nicht wissen kann, ob er dabei Vortheil hat oder ob er schlecht verkauft hat. Es handelt sich bei vielen Papieren, namentlich den großen Spekulationspapieren, meistens um solche Papiere, die absolut nicht der Herrschaft eines Einzelnen unterliegen, sondern die von den allgemeinen Zeitverhältnissen, politischen Umständen und dergleichen regiert werden. Aus diesem Grunde kann er nicht von vornherein sagen: Das ist ein Papier, in dem ich auf Kosten des Kommittenten spekuliren kann.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es ist in Erwägung gekommen, ob man nicht dem Kommissionär die Verpflichtung auflegen könnte, die eingehenden Aufträge chronologisch unter Angabe der Zeit des Eingangs in seinen Büchern zu notiren, um auf diese Weise, namentlich bei Zeitgeschäften, nachzuweisen, daß er in der That den richtigen Kurs berechnet hat. Wie stellen Sie sich dazu?

Sachv. **Salomon:** Es steht dem Kommittenten frei, sich vollständig zu sichern durch Depesche oder durch Rohrpostkarte. Die angekommene Depesche ist abgestempelt, auf der Rückseite befindet sich ein Stempel, 12 Uhr 7 Minuten beispielsweise. Da ist mit voller Sicherheit zu folgern, daß die betreffende Depesche etwa um 12 Uhr 17 Minuten dem Adressaten zugegangen ist. Die Antwortdepesche trägt gleichfalls den Zeitstempel. Derjenige Kommittent, der sich eine solche Nachricht nicht geben läßt, trägt die Schuld, wenn er sich in dieser Weise nicht schützt.

Eine chronologische Notirung der Aufträge herbeizuführen, halte ich für ganz undenkbar, namentlich bei umfangreichem Geschäft. Die Bankiers machen zusammen ihre Briefe auf; sie kommen doch nicht in einer gewissen Reihenfolge. Es kann vorkommen, daß um ³/₄12 eine große Menge von Briefen ankommt. Sie legen damit dem Bankier, dem Großhändler eine Last auf, die er nicht bewältigen kann. Sie haben damit meines Erachtens gar nichts gethan; auch die Depeschen bekommen die großen Firmen immer in großer Zahl auf einmal.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann möchte ich zum Schluß noch fragen, ob Sie es nicht für angezeigt halten, wenn man das Selbsteintrittsrecht bestehen läßt, es wenigstens auf die Fälle zu beschränken, wo eine amtliche Notiz d. h. eine Notiz unter börsenamtlicher Mitwirkung stattfindet? Es würden dann wenigstens solche Fälle, daß auf Grund von Privatnotizen, die der Kommissionär herbeigeführt hat, die Geschäfte zwischen Kommittenten und Kommissionär regulirt werden, ausscheiden.

Sachv. **Salomon:** Wir haben eigentlich keinen bestimmten Kommissionsparagraphen für die Fondsbörse. Er ist nicht auf die Fondsbörse zugeschnitten, sondern er wird nur für sie benutzt. Ich halte nicht dafür, daß daran etwas geändert werden soll. Denn wenn es nicht amtliche Notirung ist, bleibt es Sache der Entscheidung von Fall zu Fall, ob der Kurs als Marktpreis anerkannt wird oder nicht.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wenn der Kommissionär einen Kurs in Anrechnung bringt, der auf dem Hertel'schen Kurszettel notirt ist, so kann der Kommittent hiergegen nichts thun und es müßte der Kommittent nachweisen, daß der Kurs ein falscher ist. Es besteht doch aber für die Richtigkeit eines Kurses keine Rechtsvermuthung, wenn keine amtlichen Organe dabei mitwirken. Wer kontrolirt denn Hertel, daß er nicht dies oder jenes falsche hineinschreibt?

Sachv. **Salomon:** Es findet eine viel ausgiebigere Kontrole seitens der Interessenten statt, als man denkt. Wenn Hertel Notizen bringt, die nicht richtig wären und jemand in Schaden gekommen ist, so würde er unzweifelhaft gezwungen werden, eine Berichtigung zu bringen. Uebrigens steht es immer in der Hand der Börsenorgane, dem Hertel'schen Bericht seine bevorzugte Stellung zu nehmen. Da er sehr gut geführt wird, liegt zur Zeit kein Anlaß dafür vor. Ich stehe

auf dem Standpunkt, die amtliche Notirung so viel als möglich auf alle Sachen auszudehnen, die zugelassen werden können, auch auf Schiebungsgeschäfte beispielsweise von Monat zu Monat, die in bedeutendem Umfange stattfinden. Wir sind im Börsenkommissariat damit beschäftigt, die Normen zu finden; so lange wir sie aber noch nicht haben und sie nicht haben ausführen können, so lange, glaube ich, müssen wir den notorisch vorhandenen Marktpreisen, auch wenn sie nicht amtlich notirt sind, die Eigenschaft beimessen, die das Selbstkontrahentenrecht fordert.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte mir ein paar Fragen an den Herrn Sachverständigen gestatten. Einmal über die Frage des Selbsteintrittsrechts selbst und dann über die Frage möglicher Nachhülfe gegen die mehrfach beklagte Möglichkeit des sogenannten Schnitts. Wenn ich Sie recht verstanden habe, wollen Sie, daß der Kommissionär mit der Anzeige der Ausführung des Auftrages erklären soll, daß er als Selbstkontrahent eingetreten ist, widrigenfalls angenommen werden soll, daß er das Geschäft mit einem Dritten gemacht hat und auch als solcher behandelt werden will. Aber Sie machen eine Modifikation dahin, daß als Zeitpunkt der erforderlichen Erklärung erst der der Ertheilung des Schlußscheins gelten soll? Es geschieht doch aber vielfach, daß überhaupt nicht ein Schlußschein geschickt, sondern einfach erklärt wird: ich habe heute für Sie gekauft. Es werden nicht immer Schlußscheine gesendet.

Sachv. **Salomon:** Herr Präsident, das ist eine gesetzliche Anforderung. Eine Schlußnote muß geschickt werden, sobald es sich um Geschäfte von 600 Mark und darüber handelt, um dem Stempelgesetz nachzukommen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Der Kommissionär schreibt doch dem auswärtigen Kommittenten vielfach nur, daß ge- oder verkauft sei.

Sachv. **Salomon:** Es ist der jetzt übliche Modus und fast durchgängig, daß die Bankiers Geschäftsbedingungen mit dem Kommittenten vereinbaren, worin sie sagen: wir erklären, daß wir ein für allemal als Selbstkontrahenten eintreten. Damit erübrigt sich in den einzelnen Fällen die ausdrückliche Erklärung. Der Kommittent kann auch nicht in dem einzelnen Falle verlangen, zu wissen, ob der Bankier in demselben Selbstkontrahent oder Kommissionär gewesen ist. In dieser Beziehung habe ich den Aenderungsvorschlag, daß ich sage, es soll dem Betreffenden bei Strafe auferlegt werden, die Erklärung über das Eine oder das Andere bei Absendung der Schlußnote abzugeben.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Derartige allgemeine Geschäftsbedingungen der Bankiers wollen Sie in Zukunft nicht für zulässig erachten?

Sachv. **Salomon:** Nein, es soll jedesmal erklärt werden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist ja ganz verschieden. Die großen Häuser schreiben gleich in ihren Geschäftsbedingungen: Wenn ich nicht anders vereinbare, so gilt, daß ich als Selbstkontrahent eintrete. Wollen Sie auch für diesen Fall, daß er sich noch besonders erklärt?

Sachv. **Salomon:** Ich will eine Deklarationspflicht für den einzelnen Fall einführen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich sehe einen entscheidenden Grund dafür nicht ein, warum das nicht schon geschehen kann vor der Ertheilung der Aufträge.

Sachv. **Salomon:** Das ist aus technischen Gründen nicht möglich; denn bei der Verantwortlichkeit, die damit verbunden werden soll, kann dem Betreffenden nicht zugemuthet werden, wenn bei einem großen Hause Vormittags 500 oder 1000 Aufträge eingehen, sofort zu sagen, ob er in diesem oder

jenem Geschäft Selbstkontrahent ist aber nicht. Die Schlußscheine der Makler kommen im Laufe des Nachmittags im Komtoir an, häufig um 5 Uhr; es kann oft auch am nächsten Tage erst festgestellt werden, wie sich die Sache verhält. Es können Streitfälle vorkommen. Der Bankier kann oft erst am nächsten Tage feststellen, ob er verkauft oder ob er nicht verkauft hat. Die äußerste Frist, die für die Uebersendung des Schlußscheins gestellt ist (drei Tage), halte ich für ausreichend, aber auch für nothwendig, weil der Bankier sonst nicht in der Lage ist, das untersuchen und in solcher Weise feststellen zu können, daß er seinen Verpflichtungen genügt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dies Alles betrifft nur den Zeitpunkt für die erforderliche Erklärung. Ich fragte nach dem Vortheile, der darin beruhen solle, daß man nicht eine Voraussetzung in den Geschäftsbedingungen für ausreichend erachten wolle, wonach die Wahl des Selbsteintritts als erfolgt gelte, wenn nicht bis zu dem gedachten Zeitpunkt etwas Anderes angezeigt sei. Es ist ferner geltend gemacht worden, daß dieses Eintrittsrecht freilich der Befriedigung des gerechtfertigten Bedürfnisses diene, daß der Dritte verschwindet, daß der Kommissionär durch den Selbsteintritt angesehen wird wie einer, der vor den wirklichen Kontrahenten tritt, der sich für die Ertheilung des Geschäfts verbindlich gemacht hat, daß aber trotzdem in sehr vielen Fällen der Kommittent doch, wenn er auch dies acceptiren will, ein materielles Interesse daran hat, daß ein Geschäft nicht vom Kommissionär in sich, sondern auf dem Markt gemacht wird. Und wenn man die Entstehungsgeschichte der Sache verfolgt, so muß man eigentlich sagen: Das Selbstkontrahirungsrecht ist immer befürwortet worden von dem Standpunkt, daß gesagt ist, es liegt kein Interesse des Kommittenten vor, daß nicht der Kommissionär das Gut aus eigenen Beständen liefere oder bei der Verkaufskommission selbst für sich übernehme. Dieses Moment tritt beim Zeitgeschäft gar nicht in den Vordergrund. Hier ermöglicht der Selbsteintritt dem Kommissionär, wenn er denselben dazu benutzt, die Ausführung mit Dritten zu unterlassen, daß er auf dem Rücken des Kommittenten spekulirt und diesem die Eingehung und Deckung von Geschäften entsprechend seiner eigenen, kollidirenden Spekulationsabsicht anräth.

Es fragt sich daher, ob es nicht zweckmäßig sein würde, daß in allen den Fällen, in denen eine Interessenkollision durch Selbsteintritt entstehen könnte, wie in Sonderheit bei Zeitgeschäften, der Kommittent, um hier an das Geschäft trotz Nichtausführung seitens des Kommissionärs mit Dritten gebunden zu sein, bei der Ertheilung des Auftrags eine ausdrückliche Erklärung abgegeben haben müßte, wonach er damit einverstanden, daß der Kommissionär das Geschäft in sich mache. Der Kommissionär, der eine solche Erklärung nicht nachweisen kann, die zur Zeit der Ertheilung des Auftrags erfolgt ist, wäre alsdann verpflichtet, das Geschäft als Kommissionär auszuführen. Halten Sie das für praktisch und für möglich?

Sachv. **Salomon:** Ich möchte darauf hinweisen, daß nach der bestehenden Gesetzgebung der Kommittent in den einzelnen Fällen das Recht, als Selbstkontrahent einzutreten, untersagen kann. Damit halte ich sein Interesse für genügend gewahrt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Sache liegt aber thatsächlich so, wenigstens in dem weniger soliden Verkehr, daß die Kunden, die mit einem kleinen Einschuß operiren, froh sind, wenn der Kommissionär sie nicht inkommodirt, und daher auch nicht Gelegenheit nehmen, ihn zu inkommodiren. Sie unterschreiben die Bedingungen; darin ist von einem allgemeinen Satz die Rede; ich bin berechtigt, als Selbstkontrahent einzutreten. Kommt es dann zum Prozeß, wenn die Sache für den Kommittenten schlecht gegangen ist, so kommt immer der Einwand: Du hast nicht ein einziges von den Geschäften

ausgeführt, Du hast immerwährend gerathen, dies und dies Papier zu kaufen und was ich gekauft habe, zu verkaufen; jetzt sehe ich, Du bist selber in der Gegenposition. Ich würde nicht gekauft haben, wenn ich das gewußt hätte! — Man muß sich doch fragen, ob da nicht gewisse Kautelen wünschenswerth wären, eine größere Präzision der Erklärung, die die Wirkung auch für das Bewußtsein des Kommittenten ersichtlich macht.

Sachv. **Salomon:** Im Allgemeinen wird diese Art von Kommissionsgeschäften als ein viel größeres Element der Börse, als ein viel größerer Theil der Geschäfte betrachtet, als es wirklich der Fall ist. Ich möchte erklären, daß in dieser Beziehung eine bedeutende Ueberschätzung stattfindet, daß die Börse ja ein öffentlicher Ort ist, daß sich jeder etabliren kann, der ein Schild heraushängt, daß in dieser Beziehung eine erhebliche Abänderung getroffen, daß die Zulassung erschwert, und Ehrengerichte gebildet werden sollen. Ich möchte weiter betonen, daß man für die einzelnen Falle nicht die Gesammtheit verantwortlich machen kann. Was die Bemerkung über die Zeitgeschäfte betrifft, so möchte ich darauf aufmerksam machen, daß in einem Fall, wo jemand einen erheblichen Vorrath von Papieren hat und verkaufen will, sehr wohl denkbar ist, daß er als Kommissionär vielleicht im Interesse des Kommittenten selbst das Geschäft übernimmt. Wenn er die betreffenden Summen an der Börse kaufen wollte, würde er vielleicht 5 000 Mark mehr bezahlen müssen, als wenn er als Kommissionär selbst eintritt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir haben aber doch von den anderen Herren Sachverständigen gehört, daß, wenigstens was Industrieaktien anlangt, die Bankiers, sofern es sich nicht um Papiere handelt, deren Emittenten sie sind, keineswegs sich solche in solchem Maße in ihren Beständen halten, daß sie aus diesen die Kommissionsaufträge erledigten.

Sachv. **Salomon:** Das ist nicht der Fall. Ein Mangel an effektivem Vorrath von Industriepapieren besteht nicht. Wenn Sie die Akten des Liquidationsvereins einsehen, so werden Sie finden, daß sämmtliche größere und mittlere Häuser effektiv abnehmen, daß derjenige, der Kapital hat, das, was er auf Zeit gekauft hat, anstatt es zur Börse in Report zu geben, selbst abnimmt und in den Kasten legt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte noch eine Frage stellen, welche bisher nicht zur Sprache gekommen ist. Es ist gefragt worden, ob die Kommissionäre sämmtlich, auch die soliden, die Aufträge, bei denen sie als Selbstkontrahenten eintreten, in der Regel dadurch erledigen, daß sie, wenn sie von dem Rechte Gebrauch machen, doch die Geschäfte an der Börse vollziehen. Darauf haben wir, wenn ich nicht sehr irre, die Antwort bekommen: ganz entschieden. Es sind Zahlen genannt worden, ich glaube: 90 Prozent der Geschäfte würden effektiv ausgeführt. Daraus habe ich entnommen, daß die Thatsache, daß man die Geschäfte in sich macht, eigentlich das Kennzeichen eines höchst spekulativen Verhaltens ist. Ein ferneres Zeichen eines über ein solides Verhalten als Kommissionär hinausgehenden Spekulantengebahrens ergiebt das Verhalten des Einkaufskommissionärs in Betreff der Beschaffung und Behandlung der eingekauften Stücke. Damit streife ich freilich die Depotfrage. Sie kann aber auch nicht völlig unberührt bleiben, wenn auf die Frage, ob Mißbräuche beim Kommissionsgeschäft vorhanden und wie sie zu beseitigen, eine Antwort gegeben werden soll. Ich gehe von der Voraussetzung aus, daß gerade beim Selbsteintritt die Verpflichtung des Einkaufskommissionärs besteht, die Effekten auch anzuschaffen und für den Kommittenten zu spezialisiren, gleichviel, ob der Kommissionär bereits den ganzen Betrag der Aufwendungen oder nur einen Einschuß erhalten hat. Wenn aber Kommissionäre durch ihre Geschäftsbedingungen sich von dieser Verpflichtung frei zeichnen, so scheint mir das den

spekulativen Charakter enorm zu qualifiziren. Nun fragt es sich, ob es nicht irgend welche Mittel giebt, diesen Verkehr von dem soliden Verkehr unterscheidend äußerlich zu kennzeichnen. Wiederholt ist in den Zeitungen die Frage erörtert worden, ob nicht für bestimmte Arten des Geschäftsbetriebs die Verpflichtung der Veröffentlichung der Bilanzen auch für solche Firmen, die nicht Aktiengesellschaften sind, eingeführt werden soll. Wenn ich mir denke, daß eine derartige gesetzliche Bestimmung für Bankiers, welche sich Selbsteintritt und zugleich Entbindung von der Pflicht vorbedingen, eingekaufte Effekten auch wirklich an sich zu bringen und für den Kommittenten zu spezialisiren, bestände, so würde ich glauben, daß damit eine Arbeitstheilung zwischen solidem Kommissionsbetrieb und Spekulationsbetrieb sich einleiten und kenntlich machen ließe. Ich verspreche mir etwas sehr Wesentliches nicht unmittelbar davon, daß das Publikum die Bilanz einsieht und erkennt, wieviel der Kommissionör auf Effektenkonto schuldet; sondern ich gehe ganz offen davon aus: ich glaube, daß die Verpflichtung, eine derartige Bilanz vorzulegen, eine Unbequemlichkeit für den Betreffenden sein wird. Ich würde von einer solchen Bestimmung eine Eindämmung des rein spekulativen Kommissionsverkehrs erwarten. Wenn man fragt, wie das ausführbar wäre, so ist es zunächst ausführbar in dem Sinne, daß für Geschäftsbetriebe mit diesen bestimmt gekennzeichneten Vereinbarungen die Verpflichtung des öffentlichen Bilanzirens auferlegt, und daß eine Ordnungsstrafe kommen könnte, sobald aus dem Geschäftsverkehr bekannt wird, daß diese Geschäftsprinzipien bestehen, während die betreffende Bilanz nicht öffentlich ausgelegt wird. Außerdem käme hinzu, daß wenn es sich um Geschäftsbedingungen handelt, nach welchen sich jemand von der Depotverpflichtung freizeichnen kann, die Bestimmung erlassen werden könnte, daß jedes Börsenmitglied die Verpflichtung hat, die Bedingungen dem Börsenvorstand einzureichen.

Sachv. **Salomon:** Der Herr Präsident hat zunächst gefragt bezüglich Aufbewahrung der Stücke. Es kommt nach vielfach verbreiteten Rechtsanschauungen darauf an, ob ein Stück bezahlt ist oder nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte gegen diese Auffassung protestiren. Indeß, ich will jetzt nicht darauf zurückgreifen.

Sachv. **Salomon:** Es ist hier eine gewisse Grenze zu ziehen, wo eigentlich das Recht des Besitzes anfängt. Wenn einer sagt, kaufe mir für 5 000 Thaler Papiere und lege sie in den Kasten, kaufe sie für Dein Geld, so ist der Bankier allerdings verpflichtet, jederzeit Stücke in dem gekauften Betrage gegen Zahlung des Geldes für den Kommittenten in Bereitschaft zu halten. Weitergehende Ansprüche des Kommittenten, namentlich in Bezug auf Nummernangabe, halte ich nicht für berechtigt, soweit es sich nicht um Verloosungen handelt. Man giebt in der Praxis übrigens auf Verlangen trotzdem häufig die Nummern, da die meisten Bankiers, zu denen ich auch gehöre, die Papiere, welche sie für Kunden gekauft haben, doch in abgesonderte Bänder legen, auch wenn sie ihnen nicht bezahlt worden sind.

Was die andere Frage betrifft, bezüglich die Veröffentlichung der Bilanzen, so weiß ich nicht genau, ob ich Sie richtig dahin verstanden habe, daß die Verpflichtung auf alle diejenigen erstreckt werden soll, die sich gewerbsmäßig öffentlich erbieten, Depositengelder zur Verzinsung aufzunehmen — ob diese Verpflichtung sich darauf erstrecken soll

(Senatspräsident Dr. Wiener: Nein)

oder auf alle solche, die Papiere aufbewahren und Kommissionsgeschäfte betreiben wollen. Das Kommissionsgeschäft hat verschiedene Beziehungen; eins greift in das andere, so daß man ohne Benachtheiligung der Verkehrsverhältnisse eine

Scheidung in dieser Weise nach Kommissionär und Proprehändler nicht treffen könnte. Das würde ich nicht für richtig erachten. Wir sehen ja auch, daß die Veröffentlichung der Bilanz schließlich vor Mißbräuchen nicht schützt, und daß, wenn die Bilanzen veröffentlicht werden, trotzdem Konkurse ausgebrochen sind, was wir auch in England, wo die Veröffentlichungspflicht viel stärker ist, erlebt haben. Ich sehe darin nur eine außerordentliche Einschränkung des Geschäfts und behaupte die Unmöglichkeit der Ausführung. Wer soll auch die Privatbilanzen prüfen?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** In England wird vielfach auch ohne Zwang bilanzirt. Ich meine, diejenigen Kommissionäre, die sich eine absolute Freizeichnung von natürlichen Verpflichtungen in ihrem Geschäftsverkehr vorbehalten, müssen als solche angesehen werden, welche einer gewissen öffentlichen Kontrole zu unterliegen hätten und sich ihr dadurch zu unterziehen hätten, daß sie öffentlich bilanziren. Das hat mit der Frage der Depots unmittelbar nichts gemein.

Sachv. **Salomon:** Das halte ich nicht für erforderlich; es würde eine große Störung des Geschäftsverkehrs sein. Dann bitte ich zu berücksichtigen, daß schließlich niemand nöthig hat, seine Effekten jemand anzuvertrauen.

Ich kann sagen, daß die verschiedenen Vorfälle, die leider passirt sind, zum erheblichen Theil, mehr als bekannt ist, denjenigen zuzuschreiben sind, die keine ordentlichen Hausväter sind, wo die Familien seit vierzig, fünfzig Jahren Depots bei Bankiers liegen hatten, sich niemals um sie gekümmert haben, die es nicht nöthig gehabt hätten, Effekten beim Bankier stehen zu lassen. Ich weiß den Fall, daß jemand zu einer Zeit 2½ Millionen Mark bei einer gewissen Firma stehen gehabt hat und mich um meine Meinung fragte. Ich sagte, das Bankhaus steht in gutem Rufe, ich weiß nichts nachtheiliges, es ist als anständiges Haus bekannt, das sehr viel Geld verdienen soll, ich sehe aber nicht ein, warum Sie die Effekten dort stehen lassen wollen? Sie haben Ihren eigenen Schrank. Nehmen Sie sie nach Hause. Er hat das denn auch gethan und hat nur einige hunderttausend Mark verloren, was er auch nicht nöthig gehabt hätte.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich bin der Meinung, daß im Verkehr mit dem Publikum gewisse Leute durch Reverse die ganze Technik der Gesetzgebung nur benutzen zu dem Zweck, nicht mit eigenen Mitteln, sondern mit den Einschüssen des Kommittenten ihre eigenen Spekulationsgeschäfte zu machen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sie würden nicht für einen derartigen Vorschlag sein?

Sachv. **Salomon:** Ich halte ihn nicht für nothwendig.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte die Aufmerksamkeit der Herren nicht weiter in Anspruch nehmen; ein anderer Herr wird es wohl übernehmen, vielleicht Herr Freiherr von Huene, wegen der anderen Punkte nach Fragen an den Herrn Sachverständigen zu richten.

Professor Dr. **Cohn:** Der Herr Sachverständige hat bei der Frage der Reform der vereideten Makler anerkannt, daß es darauf ankommt, die Makler von der eigenen Spekulation abzuhalten und derartige Einrichtungen zu treffen, welche den Selbsteintritt des Maklers auf das nothwendigste beschränken. Nun möchte ich fragen, ob nicht eine naheliegende Analogie zwischen den Aufgaben des Maklers und Aufgaben des Kommissionärs besteht, ob er nicht anerkennt, daß hier eine große Aufgabe der Reform vorliegt, und ob er nicht die vom Herrn Präsidenten angeregte Arbeitstheilung mindestens als solche ansieht, die, abgesehen von den Mitteln, als eine völlig wünschenswerthe angesehen werden muß.

Sachv. **Salomon:** Der Makler steht in anderen Verhältnissen als der Kommissionär. Ich habe befürwortet, daß

der Makler Geschäfte machen darf, das habe ich ausdrücklich verlangt, weil es bisher untersagt war. Ich habe nur als eventuellen Vorschlag gemacht, für den ich nicht direkt eintrete, weitere Kautelen in Bezug auf das öffentliche Ausbieten während einer kurzen Frist zu geben, um möglicherweise auftauchenden Bedenken entgegenzutreten und auch für diese einen Ausweg anzudeuten. Ich möchte dieses Ausbieten aber nicht für so wesentlich halten. Der Makler notirt selbst den Marktpreis der Börse und befindet sich in anderer Lage, er muß schärferen Bedingungen unterliegen als der Kommissionär.

Professor Dr. **Cohn:** Sie erkennen an, daß es angezeigt wäre, eine Theilung der Arbeit stattfinden zu lassen zwischen Kommissionär und Spekulanten und Sie würden es für wünschenswerth halten, Mittel anzugeben, die zum Ziele führen.

Sachv. **Salomon:** Das habe ich nicht gesagt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich habe auch davon nichts gehört.

Professor Dr. **Cohn:** Sie erkennen das also nicht an? Sie sind nicht der Meinung, daß eine Wurzel des Uebels der zahlreichen Mißstände darin liegt, daß der Kommissionär gleichzeitig Spekulant ist?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Thatsächlich hat der Herr Sachverständige gesagt, daß höchstens nur 10 Prozent der Kommissionäre unter die Kategorie der Spekulanten fallen, oder vielmehr der Herr Sachverständige hat, nachdem die 10 Prozent genannt waren, dieser Mittheilung zugestimmt.

Sachv. **Salomon:** Die Fragestellung ist doch nun anders. Sie bezieht sich nicht darauf, wie das Prozentverhältniß derjenigen Kommissionäre, die Aufträge ausführen, zu denjenigen, die selbst eintreten, ist. Es kommt vielfach vor, daß neben den eigenen Spekulationsgeschäften auch sämmtliche Kommissionsaufträge effektiv seitens einer Firma ausgeführt werden, wobei an sich die Geschäfte vollständig getrennt sind.

Professor Dr. **Cohn:** Es ist doch als Regel anzusehen, daß thatsächlich die Aufgaben des Kommissionärs und die des Spekulanten sehr verschiedenartig sind, daß in der Verbindung dieser beiden verschiedenartigen Aufgaben eine Versuchung liegt, die Aufgaben des Kommissionärs beständig zu verletzen durch dasjenige, was nicht Absicht des Kommittenten ist. Der Kommissionär vollführt die Aufträge im Interesse eines Andern, der Spekulant spekulirt im eigenen Interesse.

Sachv. **Salomon:** Das ist nicht zutreffend. Der Spekulant, der gleichzeitig Kommissionär ist, kommt häufig in die Lage, zu sagen, ich kaufe Aktien für mich und halte sie. Er freut sich über jeden Auftrag, den er von den Kunden bekommt, weil er damit glaubt, auch dem Kunden Vortheile zuzuwenden und weil der Kaufauftrag des Kunden den Kurs durch seine Ausführung weiter befestigen kann. Daß in dieser Beziehung Mißbräuche stattfinden, daß jemand, um einen Käufer heranzuziehen, auch die Empfehlung mißbraucht, das will ich nicht in Abrede stellen.

Aber es kann doch dem Betreffenden im angeführten Falle nicht bona fides bestritten werden. Er kauft ja für sich selbst. Daß gemeinschädliche Schäden entstehen können, insofern, als eine sogenannte falsche Konjunktur entstehen kann, muß auch zugegeben werden. Es fragt sich aber, ob die Publikation der Bilanz etwas hilft, ob es Jemand benommen sein kann, Angaben zu machen, die er für richtig zu halten behauptet, ob das in irgend einer Weise gehindert werden kann.

Professor Dr. **Cohn:** Das ist eine Frage der Mittel. Ich glaube, Herr Präsident Wiener hat daran angeknüpft — im Berliner Anwaltsverein haben im letzten Herbst Ver-

handlungen stattgefunden, wo Vorschläge hervorgetreten sind, wo bestimmte Maßregeln vorgeschlagen sind, wesentlich in der Richtung der Publizität, um einen Druck auszuüben, und zwar in der Richtung der Arbeitstheilung.

Sachv. **Salomon:** Die Publikation auf Privatpersonen auszudehnen, scheint mir ein gewaltiger Eingriff und eine zwecklose Maßregel. Die Publikation könnte bei Aktiengesellschaften gerechtfertigt sein, diese könnten durch Normativbestimmungen veranlaßt werden, ihre Veröffentlichungen zu detailliren. Aber unsere großen Banken detailliren nach meiner Meinung und Kenntniß ihre Bilanzen genügend, so daß jeder weiß, was von den Geschäftsgewinnen aus den eigenen Spekulationen und Unternehmungen der Bank und was aus dem Kommissionsgeschäft resultirt.

Professor Dr. **Cohn:** Ist der Unterschied zwischen einer Aktiengesellschaft und anderen Banken ein so großer, daß in diesem Fall etwas von der Gesetzgebung gefordert wird, was Sie für selbstverständlich halten, in einem anderen Fall aber von sich weisen?

Sachv. **Salomon:** Der Unterschied besteht darin, daß Privatpersonen ihr eigenes Vermögen verwalten und Aktiengesellschaften mit fremdem Vermögen arbeiten.

Professor Dr. **Cohn:** Wenn ich die Thatsache anführe, daß in England eine große Anzahl von Privatbankiers freiwillig Bilanzen veröffentlicht haben —

Sachv. **Salomon:** Das thun sie unter dem Bankgesetz, dort besteht ein verschiedener Zustand, indem das Depositenwesen und das Kreditbankwesen vollständig getrennt ist.

Wenn das auch bei uns eingeführt wäre, würden vielleicht manche Geschäfte nicht gemacht werden. Das würde auch heilsam sein, wenn ausgeschlossen wäre, daß Depositengelder zu Unternehmungen ausländischer Art verwendet werden, zu Unternehmungen in Konsortialgeschäften und Spekulationen. Dem würde ich zustimmen; wünschenswerth wäre es, aber eine absolute Sicherheit wird damit auch nicht gewährt.

Professor Dr. **Cohn:** Die findet man nur im Himmel. Wenn Sie für Depotgeschäfte, und für Kommissionsgeschäfte und für Spekulationsgeschäfte besondere Bedingungen schaffen, so würde die Sicherheit jedenfalls größer sein.

Sachv. **Salomon:** Ich meine das in Bezug auf die letztgenannten nicht, weil Beides nicht in der Weise auseinander zu halten ist, daß man erklären könnte, der Kommissionär ist als Selbstkontrahent eingetreten oder als Spekulant.

Professor Dr. **Cohn:** Ich sage, daß man den Selbsteintritt auf das Nothwendigste beschränken müßte, da die Spekulation gar nicht zum Rüstzeug eines Kommissionsgeschäfts gehört.

Freiherr **von Huene:** Der Herr Sachverständige hat, so viel ich mich erinnere, darauf hingewiesen, daß er sagte: ein verständiges Bankhaus wird das und das thun, während es Mittel, um den sogenannten Schnitt zu verhindern, gegen unanständige Bankhäuser nicht giebt. Wir haben wohl ein Mittel gehört: Die Depesche; aber auch da ist keine Garantie, daß der Kommissionär im richtigen Moment depeschirt.

Ist nicht eine Kontrole möglich dadurch, daß die Angabe gemacht wird an irgend einer Stelle an der Börse, um den Zeitpunkt zu fixiren, in welchem ein bestimmtes Geschäft gemacht ist? Die gerichtliche Praxis hat das festgehalten, wenn eine Differenz kommt, daß der Nachweis genügt, daß innerhalb einer gewissen Frist der Kommittent benachrichtigt ist.

Es ist wiederholt betont worden, daß es nothwendig sei, in irgend einer Weise eine größere Sicherheit zu geben. Ich möchte darum bitten, diese spezielle Frage klar zu legen.

Sachv. **Salomon:** Die Depesche und der Abgangszeitpunkt der Ausführungsnachricht ist meiner Ansicht nach eine

sehr weitgehende Kontrole. Wir haben ferner die ersten Kurse; da kann auch kontrolirt werden. Man kann aber nicht in jedem Falle das genau feststellen, um so mehr als man auch berücksichtigen muß, daß die Kreditverhältnisse des Einzelnen in Bezug auf den Preis und die Ausführungsmöglichkeit verschieden sind; daß ein Mann, der schlecht akkreditirt ist, vielleicht in dem Moment höhere Preise zahlen und zu niedrigeren verkaufen muß. Ich gebe zu, daß es sehr wünschenswerth wäre, eine absolute Kontrole zu haben, aber wie diese ausgeübt werden soll, ist mir nicht klar.

Ich finde ein hinreichendes Palliativ in meinem Vorschlag, daß eine Deklaration über die Art der Ausführung binnen kurzer Frist stattfinden soll. Der Kommittent wird, wenn ihm der Kommissionär ein für allemal als Selbstkontrahent gegenübertritt, bald zu der Ueberzeugung kommen, daß er schlecht bedient ist, und sich einen andern nehmen oder überhaupt derartige Geschäfte unterlassen, wenn er glaubt, daß er dabei benachtheiligt ist. Daß wir aber Polizeidienste eintreten lassen, wo der Bankier auf die Stunde und Minute sagen muß: in diesem Moment kontrahire ich, das ist nicht angängig. Er wird sich in den einzelnen Fällen durch seine Kommis ausweisen können, wenn er gesagt hat: telegraphire! Aber das auf das Allerminutiöseste kontroliren zu können, halte ich nicht für möglich.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte dann bitten, sich zur Frage 22 zu äußern, ob das gesetzliche Pfandrecht des Kommissionärs einzuschränken ist. Ich möchte bemerken, daß eine Anregung hierbei nur bezüglich des allgemeinen Pfandrechts des Kommissionärs, wie es in den Schlußworten des ersten Absatzes des Artikel 374 des Handelsgesetzbuches dargelegt ist, gegeben ist.

Professor Dr. **Cohn:** Ich hätte den Wunsch, noch vorher zu der andern Sache eine Frage zu stellen.

Ich wollte mir erlauben, eine Frage anzuregen, die meines Wissens noch gar nicht angeregt ist. Es kommt darauf an, die Meinungsäußerungen des Publikums, die irgendwo gehört sind, hier wiederzugeben. In diesem Sinne möchte ich die Frage an den Herrn Sachverständigen von Berlin richten: es wird vielfach behauptet, das Uebergewicht, das Monopol der großen Bankhäuser, der Rothschilds u. s. w. sei ein Mißstand, worüber weitere Kreise des Publikums klagen. Es wird behauptet, daß diese Riesen der Bankwelt diejenigen sind, die groß und größer werden auf Kosten der kleinen Leute und auf Kosten vieler Leute außerhalb der Börse. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, in wie weit er dieser Ansicht beitritt, oder wie er sie widerlegen kann.

Sachv. **Salomon:** Es ist Thatsache, daß in der ganzen Welt, nicht nur an der Börse, derjenige, der sehr viel Geld hat, ein Uebergewicht hat. Das ist nicht zu bestreiten. Das findet an der Börse auch statt; auch in allen anderen Geschäftsartikeln ist es derartig, daß die Großen, die mit großen Mitteln arbeiten, ein Vorrecht, einen Vorsprung haben. Es schließt nicht aus, daß auch die Großfinanz andererseits sehr erhebliche Verluste auszustehen hat, wie beispielsweise, wenn der Fall Baring nicht beigelegt wäre, auch die haute finance wahrscheinlich sehr schlecht weggekommen wäre. Mit dem großen Geschäft sind auch große Gefahren verbunden. Ich kann aber nicht zugeben, daß die Uebermacht des Großkapitals sich an der Börse mehr geltend macht als die Macht einzelner Spekulanten. Jeder einzelne Spekulant, der Geld hat, ist ebenso mächtig, wie die haute finance. Wir haben es erlebt, daß in großen Unternehmungen, im Waarenhandel, in Kaffee oder Wolle oder Kupfer, dieselben Schäden erzeugt werden können. Es können Konjunkturen erzeugt werden, die keine Berechtigung haben und die Leute verleiten, weil sie über das Nähere nicht

unterrichtet sind, sich in Baisseengagements gegen große Leute einzulassen. Da kann passiren, daß sie erheblich geschädigt werden.

Aber wer spekulirt, muß auf Gefahren dabei gefaßt sein. In besonderer Weise ist neuerdings eine schädliche Einwirkung bei Aktien ausländischer Eisenbahnen, in Oesterreich, durch hervorragende österreichische Finanziers mit Unterstützung von Aktieninstituten geschehen. Das hat sogar zur Folge gehabt, daß man, um den Kurs der Aktien zu heben, eine Schädigung, der bei uns vielfach untergebrachten Prioritäts-Obligationen der betreffenden Bahn in's Auge gefaßt hat. Man behauptet, die Verwaltungsvorstände der betreffenden österreichischen Eisenbahnen seien enorm an der Hausse der Aktien interessirt.

Bei derartigen Unternehmungen will ich eine Scheidung zwischen der haute finance und andern Unternehmeen nicht machen. Ich betone, daß nicht bei der Börse als solche, sondern in sämmtlichen Handelszweigen, im Waarenhandel u. s. w. die Uebermacht des Kapitals in bedenklicher Weise sich geltend machen kann, gebe aber zu, daß sie sich häufig genug an der Börse schädlich erwiesen hat und daß gerade zur Zeit große Beschwerde über die Art geführt wird, in welcher die Kommandite einer hiesigen Aktienbank ersten Ranges ihre Kommissions- und sonstigen Geschäfte betreibt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann können wir nun wohl zu Nr. 22 übergehen. Ist das gesetzliche Pfandrecht des Kommissionärs einzuschränken oder ganz aufzuheben? Ich möchte bitten sich darüber zu äußern, namentlich nach der Richtung, ob das generelle Pfandrecht beseitigt werden soll. Die Fälle, die zu diesem Wunsch Veranlassung gegeben haben, werden Ihnen bekannt sein. Es handelt sich vorzugsweise darum, daß Privatleute durch Vermittlung von Provinzialbankiers Effekten nach Berlin geschickt haben, um hier den Umtausch vorzunehmen, daß der Provinzialbankier bankerott geworden ist und daß nun diese Effekten, für die der Berliner Bankier keinen Vorschuß gemacht hat, dem allgemeinen Pfandrecht unterliegen und der Privatmann, der Eigenthümer der Effekten gewesen ist, geschädigt wird.

Sachv. **Salomon:** Daß es bedenklich ist, glaube ich, aber ich meine, soweit dem betreffenden Bankier die Papiere zur Kuponbesorgung ausschließlich übertragen sind, ist er schon jetzt, wenn der Provinzialbankier in Vermögensverfall gerathen ist, verpflichtet, die Papiere wieder herauszugeben. Ich würde das gesetzliche Pfandrecht des Kommissionärs in keiner Weise einschränken. Es entspricht dem allgemeinen Rechtsbewußtsein, daß der Kommissionär über das, was er in den Händen hat, verfügen kann.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es ist der Vorschlag gemacht, den Provinzialbankier zu verpflichten, bei Uebersendung der Effekten mitzutheilen, daß es sich um fremde Stücke handelt, so daß der Berliner Bankier dadurch erfährt, daß diese Effekten dem generellen Pfandrecht nicht unterliegen, und eine Uebertretung dieser Vorschrift im Falle eines Konkurses unter Strafe zu stellen. Denn nur dann, wenn der betreffende Provinzialbankier bankerott wird, tritt eine Schädigung des Privatpublikums ein.

Sachv. **Salomon:** Dagegen habe ich nichts einzuwenden, daß der Provinzialbankier die Verpflichtung haben soll, dem Berliner Bankier bei der Uebersendung von Effekten das mitzutheilen, damit dieser bei Empfang des Objekts weiß, das ist kein dem Pfandrecht unterworfenes Papier.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte fragen, ob nicht eine praktische Schwierigkeit daraus folgen könnte? Denn wo so gehandelt ist, und nun der Kommittent des Provinzialkommittenten des Berliner Bankiers diesem plötzlich den Auftrag giebt, in irgend einer Weise über das Papier zu

disponiren, es zu verkaufen und den Erlös abzuschicken, so wäre der Berliner Bankier nun verpflichtet, zuerst zu fragen: Du hast mir vor drei Wochen gesagt, daß ist fremdes Eigenthum, plötzlich willst Du eine Disposition darüber treffen. Jetzt mußt Du erst nachweisen, daß dieses damals fremde Eigenthum jetzt Gegenstand Deiner freien Verfügung geworden ist. Bis Du das nicht nachgewiesen hast, kann ich mich auf Deine Disposition über die Sache gar nicht einlassen. Ich weiß zwar nicht, wem sie gehört, ich weiß aber, daß sie Dir nicht gehört.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wir haben diese Frage sehr eingehend erörtert. Die Juristen waren entschieden der Ansicht, daß ein derartiger Einwand nicht gemacht werden könnte, und daß der Berliner Bankier verpflichtet wäre, auf Grund des Mandats ohne weitere Prüfung dem Auftrage des Provinzialbankiers zu entsprechen, und das Geld auch an ihn einzusenden, wenn er die Effekten dem Auftrage gemäß verkauft hat. Es soll also dem Berliner Bankier bei der Uebersendung eines Stückes nur mitgetheilt werden: in diesem speziellen Fall handelt es sich um ein fremdes Effekt, um dadurch zu verhindern, daß dieses Effekt dem generellen Pfandrecht unterworfen wird. Nun macht Herr Geheimrath Frentzel den Einwand, daß dabei der Berliner Bankier in eine mißliche Lage kommen könnte, da er nicht wisse, an wen er den Erlös auszuzahlen verpflichtet ist. Auch diese Frage wurde sehr eingehend erörtert. Die Juristen waren ausnahmslos der Ansicht, daß hier die Grundsätze des Mandats zur Anwendung kämen. Jedenfalls kann man diese Frage aus der Diskussion ausscheiden, denn darüber bestand ein Einverständniß, daß man den Berliner Bankier davor schützen müßte, von dem Dritten in Anspruch genommen zu werden, und jeden Zweifel darüber beseitigen müsse, an wen er zu zahlen hat, und daß, wenn bei näherer Prüfung darüber irgend ein Zweifel entstände, die Gesetzgebung verpflichtet wäre, diesen Zweifel zu beseitigen und Rechtssicherheit darüber zu schaffen, daß der Berliner Bankier berechtigt ist, an den Provinzialbankier die Zahlung zu leisten, auch die Aushändigung der Effekten zu bewirken.

Sachv. **Salomon:** Es scheint mir aus der Frage hervorzugehen, daß, wenn nicht derartige Bestimmungen gesetzlich erlassen werden in Bezug auf die Verpflichtung und Berechtigung, ausdrücklich eine Deklaration erfolgen müßte, die jeden Zweifel in dieser Beziehung ausschließt.

Kammerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich wollte sagen, daß es ein viel einfacheres Mittel giebt, nämlich daß der Provinzialbankier bei der Uebersendung nicht zu schreiben braucht: Das ist fremdes Eigenthum, sondern er wird einfach zu schreiben haben: Ich schließe das Pfandrecht für dieses Effekt aus.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wenn Sie das gesetzgeberisch fixiren wollen, so müßten Sie doch die Verpflichtung auferlegen, in jedem einzelnen Fall das Pfandrecht auszuschließen.

Kammerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Berliner Bankier kann ja in jedem Falle, wenn ihm die gleichzeitig übermittelten Instruktionen nicht passen, sagen: Ich bedauere, ich schicke Dir das Papier wieder zurück. Jedenfalls besteht eine Rechtssicherheit, wenn bestimmt wird: In den in Rede stehenden Fällen hat der Provinzialbankier dem Berliner Bankier zu schreiben: Ich schließe das Pfandrecht aus.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das geht ja schließlich auch.

Sachv. **Schinckel:** Auch ich halte eine Veränderung des Selbsteintrittsrechtes des Kommissionärs für schädlich. Ich glaube, daß es nicht zu entbehren ist. Ich schließe aus meiner eigenen Praxis. Wir bekommen sehr häufig Aufträge,

die wir nur bei uns ausführen können, weil wir von dem Betreffenden die einzigen Abgeber sind. Was würde alles daraus entstehen, wenn wir nicht eintreten könnten? Man würde den Auftrag entweder gar nicht oder nur sehr viel theurer ausführen können.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Die letztere Bemerkung möchte ich doch bezweifeln; wenn Sie der einzige Abgeber sind, werden Sie doch die Kursnotirung vollständig in den Händen haben, und Sie werden einen Kurs notirt erhalten, der Ihren Interessen entspricht, und der Kommittent muß denselben bezahlen.

Sachv. **Schinckel:** Es giebt eine ganze Menge von Effekten, die noch in erster Hand befindlich einen festen Verkaufskurs haben. Wenn nun die erste Hand den Auftrag bekommt und nicht selbst eintreten könnte, wenn das Selbsteintrittsrecht genommen werden sollte, so ginge das nicht. Ferner möchte ich darauf zurückkommen, daß dieses Eintrittsrecht auch mit Verpflichtungen verknüpft ist, und daß die Kommittenten häufig gar nicht wünschen, daß das Kommissionshaus nicht eintritt. Ich erblicke in dem Selbsteintrittsrecht nicht einen öffentlichen Schaden, weil ich der Ansicht bin, daß es nur eine kleine Minderheit ist, die mit dem Kommissionshandel Mißbrauch treibt. Ich glaube aber, daß es so viele zuverlässige Kommissionshäuser giebt, daß jeder in der Lage ist, seinen Auftrag einem zuverlässigen Kommissionshaus zu ertheilen.

Ich würde es namentlich perhorresciren, wenn diese zweifelhaften Leute verpflichtet sein sollten, ihre Bilanz zu veröffentlichen. Ich glaube, man würde da wunderbare Bilanzen zu sehen bekommen, die nur irre führen könnten.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Würden Sie es für gerechtfertigt halten, den Depositenbanken zu verbieten, Spekulationsgeschäfte zu machen?

Sachv. **Schinckel:** Ich halte den Ausdruck „Spekulationsgeschäft" für sehr dehnbar.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wenn ein Haus sich blos auf Kommissionsgeschäfte beschränkt und lediglich die ihm ertheilten Aufträge ausführt, so wäre das nicht Spekulation.

Sachv. **Schinckel:** Dann wäre jedes Emissionsgeschäft ein Spekulationsgeschäft, und das würde eine enorme Beeinträchtigung der Banken bedeuten.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sie meinen also, ein solches Verbot wäre nicht durchführbar?

Professor Dr. **Cohn:** Ich kann mir sehr wohl denken, daß die Schwierigkeit einer Trennung zwischen Spekulationsgeschäften und Kommissionsgeschäften besteht; aber dem Wesen und dem inneren Gehalt nach wird man leicht das Kommissionsgeschäft und das Spekulationsgeschäft unterscheiden können. Das Kommissionsgeschäft ist die Sorge für einen Anderen gegen einen bestimmten Entgelt, das Spekulationsgeschäft ist die Sorge für seinen eigenen Gewinn. Das ist doch begriffsmäßig ein so bedeutender Unterschied, daß es wirklich nicht so schwer sein kann, die Trennung durchzuführen.

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte darauf hinweisen, daß, wenn unsere Banken Dividenden vertheilen sollen, man sie nicht einfach auf das Kommissionsgeschäft beschränken kann. Es ist ungeheuer schwer, festzustellen, was denn von diesen ihren Geschäften ein Spekulationsgeschäft ist und was nicht. Nehmen Sie an, daß die Banken für 5 Millionen Mark Deutsche Reichsanleihe kaufen, ist das ein Spekulationsgeschäft oder nicht? Ich will damit nur darauf hinweisen, daß es sehr leicht ist, zu sagen: Ihr dürft keine Spekulationsgeschäfte machen, aber es wird sehr schwer sein, auseinanderzusetzen, was ein Spekulationsgeschäft ist und was nicht.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich wollte nur die thatsächliche Frage an den Herrn Sachverständigen

richten, ob er glaubt, daß irgend einer, der ein Kommissionsgeschäft betreiben will, nicht doch daneben eine Menge Geschäfte treiben muß, die an und für sich Spekulationsgeschäfte sind. Es kann einer Kommissionär sein, daneben muß der Mann etwas machen, was Spekulation ist, und zweitens muß er nicht häufig aus dem Kommissionsgeschäft heraus in die Spekulation eintreten, weil es im Interesse seiner Kunden liegt?

Sachv. **Schinckel:** Ich halte eine Trennung für gar nicht ausführbar. Ich möchte auch darauf hinweisen, daß nicht blos das Kommissionsgeschäft in Effekten in Frage kommen dürfte, sondern daß die Unredlichkeit seitens der den Schnitt protegirenden Firmen in viel größerem Maße im Waarenkommissionsgeschäft bestehen könnte. Ich betone dabei, daß das Waarenkommissionshaus noch viel schwerer im Stande ist, das wirkliche Kommissionsgeschäft von dem Selbsteintrittsrecht oder dem eigenen Geschäft gesondert zu halten. Heut zu Tage kann jemand ein leistungsfähiger Kommissionär nicht sein, wenn er nicht auch gleichzeitig Selbsthändler ist. Das trifft bei Effektengeschäften zu, es trifft für das Waarenkommissionsgeschäft noch viel mehr zu.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Die Beruhigung könnte man Ihnen wohl geben, daß für das Waarengeschäft, wenn nach den Vernehmungen der Herren Sachverständigen es sich herausstellen sollte, daß dort ähnliche oder gar noch viel größere Mißstände bestehen, ähnliche Bestimmungen wie für den Effektenhandel getroffen werden würden.

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte hierauf erwidern, daß diese Erklärung mich nicht beruhigt, sondern im höchsten Grade beunruhigt und daß ich es für eine gar nicht zu überwindende Schädigung des gesammten Waarengeschäfts halten würde, wenn die Kommissionshäuser verpflichtet sein sollten, nur Kommissionsgeschäfte zu machen; Deutschland würde einfach aus dem Welthandel ausscheiden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Zunächst handelt es sich nur um den Vorschlag, daß der Kommissionär, wenn er von dem Selbsteintrittsrecht Gebrauch machen will, verpflichtet werden soll, bei der Uebersendung der Schlußnote das mitzutheilen.

Sachv. **Schinckel:** Wenn darin eine Beruhigung gefunden wird, so hätte ich nichts dagegen einzuwenden. Ich mache nur auf die eine Schwierigkeit aufmerksam, daß in einem solchen Falle, wo der Kommissionär nur einen Theil anschafft und für den Rest Selbstkontrahent ist, die Bemerkung in der Schlußnote schon umständlicher ausfallen würde. Es müßte alles in der Schlußnote stehen. Es würde dieses meines Erachtens auf den Kommittenten gar keinen Eindruck machen. Ich vertrete den Standpunkt, daß der Kommittent seinen Auftrag demjenigen Kommissionär zu geben hat, zu dem er Vertrauen hat.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das ist gewiß ein idealer Standpunkt, wenn jeder Kommissionär auch dieses Vertrauen verdiente!

Sachv. **Schinckel:** Es wird aber nicht so sein, daß es nicht Kommissionshäuser genug giebt, die dieses Vertrauen verdienen. Wenn allerdings der Kommittent Vortheile erwartet, die der reelle Kommissionär ihm nicht zu bieten im Stande ist, so wird er sich an nicht zuverlässige Firmen wenden müssen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wir haben gehört, daß es eine Zahl von Papieren giebt, die unter der Patronage eines Bankhauses stehen. Wenn nun das Bankhaus die Kurse beeinflußt, was gar nicht selten ist, so muß doch eine Kollision zwischen seinen Pflichten dem Kommittenten gegenüber und dem eigenen Interesse vorkommen. Dies Bedenken liegt ganz auf der Hand.

Dann ist noch eine andere Frage. Es giebt eine Reihe von Kommissionären, welche solche Spekulationsaufträge überhaupt nicht ausführen, sondern Alles „in sich" machen.

Sachv. **Schinckel:** Ein solches Geschäft kann ich mir nicht vorstellen. Man würde nicht leichtsinnig, sondern thöricht handeln. Der Kommissionär, der das thut, bindet sich an die Entschließung des Kommittenten, dann kann er lieber für eigene Rechnung spekuliren und verkaufen, wann er will. Jetzt spekulirt er für Rechnung des Kommittenten. Das sind Verrückte, die solche Geschäfte machen. Darauf braucht keine gesetzgeberische Rücksicht genommen zu werden. Ich glaube aber, daß bei reellen, vertrauenswürdigen Stellen keine derartigen Mißstände vorkommen, die das Eintreten der Gesetzgebung erfordern würden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sie werden anerkennen, daß selbst achtbare Häuser vielfach Papiere unter ihre Patronage nehmen, um auf diese Weise, vielleicht in bester Absicht, den Kursrückgang oder eine übermäßige Kursentwickelung zu verhindern und daß dabei aber immerhin eine Kollision mit ihren Pflichten als Kommissionäre vorliegen kann.

Sachv. **Schinckel:** Ich kann das erste zugeben, ohne daß das letzte einzutreten braucht.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich wollte eine Frage vorlegen. Sie sprachen von Patronage, und daß es öfter vorkäme, daß Bankiers gewisse Papiere unter Patronage nehmen. Nun frage ich, ob Emissionshäuser nicht gerade im Interesse derjenigen, welche das Papier erworben haben, die Patronage ausüben, um dem Kurs Sicherheit zu verleihen. Ist es nicht zu billigen, daß das betreffende Haus den Kurs verfolgt und auf solche Weise in gutem Sinne regulirend eingreift?

Sachv. **Schinckel:** Ich kenne nur solche Patronage und kann aus meiner eigenen Erfahrung einen Fall anführen. Wir hatten 20 Millionen hamburgische Rente übernommen und waren nach 14 Tagen gezwungen, den Kurs unter Patronage zu nehmen und zwar in eigenem Interesse und im Interesse des hamburgischen Staates, um den Kurs, den eine Konkurrenzgruppe heruntersetzen wollte, nicht heruntergehen zu lassen. Ich sehe darin nichts Ungerechtfertigtes und keine Schädigung für das Publikum.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das ist ein bestimmter Fall, in dem Sie völlig Recht haben. Es kommt aber in Frage, ob eine Kollision der Pflichten eintreten **kann** bei der Ausübung einer derartigen Patronage.

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte dazu bemerken, daß meines Erachtens ein ehrlicher und vertrauenswürdiger Kommissionär in diese Kollisionen nicht gerathen wird, daß selbstverständlich ein nicht vertrauenswürdiger Kommissionär in Kollisionen kommen wird, aber das Mittel der Bilanzveröffentlichung würde nicht wirksam sein. Solche Leute würden auch nicht davor zurückschrecken, eine falsche Bilanz zu veröffentlichen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte blos die Fragenden aus diesem Kreise schützen vor der Unterstellung, daß sie den Geschäftsbetrieb eines Verrückten im Auge haben.

Sachv. **Schinckel:** Ich möchte nicht, daß jedes Wort auf die Waagschale gelegt werde.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich verstehe dieses angeblich so schlagende Argument nicht. Wenn der betreffende Kommissionär einem Kommittenten den Rath ertheilt, ein Zeitgeschäft in irgend einem Papier zu machen und bei der Rathsertheilung sagt: Nach seiner Meinung würde er ein gutes Geschäft machen, so setzt der Kommittent voraus, dieser Kommissionär wolle nicht gegen ihn auf das Entgegengesetzte spekuliren. Wenn er wüßte, daß der Kommissionär in der Gegenposition steht, würde der Kommittent nicht das Geschäft

mochen. Der Kommissionär darf ihm doch nicht rathen, à la baisse zu spekuliren, wenn er gegen ihn à la hausse spekuliren will. Sie werden doch zugeden, daß vielfoch die sogenannte Vertrauensstellung benutzt wird, um zum Nachtheil des Kommittenten und zum Vortheil des Kommissionärs zu spekuliren. Die Handlung mag unehrlich sein, aber verrückt ist sie nicht.

Sacho. **Schinckel:** Ich finde dies insofern unwirthschostlich, oder wie soll ich mich zorter ausdrücken, als der Kommissionär donn, um einen kleinen Einschuß einzuheimsen, an den Willen des Kommittenten gedunden ist.

Senatsprösident Dr. **Wiener:** Die sogenaunte Dependenz von dem Willen des Kontrahenten ist namentlich bei Kommittenten, die mit kleinem Depot spekuliren, gar nicht vorhanden. Der Kommittent ist von dem Kommissionär abhängig. Lesen Sie sich die Bedingungen der Banken, die hier liegen, durch. Er ist nach den formalen Bedingungen adsolut in der Hand des Kommissionärs.

Sachv. **Schinckel:** Es mag vieles von dem Eingewendeten richtig sein. Ich kann mich aber nicht in die Stellung eines solchen Kommissionärs hineinversetzen. Ich möchte mit einem Wort auf das zurückkommen, was der Herr Präsident Wiener vorgeschlogen hat, daß eine solche Firma ihre Bilanzen veröffentlichen soll.

Wer garantirt dosür, daß ouch die richtige Bilanz veröffentlicht wird?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Bilanz wird überhoupt nicht gern veröffentlicht. Ich bin überzeugt, doß eine ganze Reihe von Bonkiers es äußerst mißlich finden werden, überhaupt eine Bilanz zu veröffentlichen, und doß sie in Folge dessen von dieser Art Kommissionshandel lassen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wir können den Punkt wohl verlassen und zur Froge 22 übergehen, od das gesetzliche Pfandrecht des Kommissionärs einzuschränken ist. Ich möchte Herrn Schinckel ditten, sich doruber zu äußern, insbesondere auch über den erwähnten Fall.

Sachv. **Schinckel:** Das halte ich für derechtigt; sonst möchte ich oder das Pfandrecht nicht eingeschrönkt sehen.

Sachv. **Schröter:** Ich möchte mich dem anschließen, was der Vorredner gesogt hat. Ich glaube, doß es für das Waarengeschäft ein Hinderniß sein würde, wenn der Artikel 376 ousgehoden werden würde. Was diese Verhältnisse hier in Berlin anlangt, so meine ich, doß durch dos von Herrn Solomon vorgeschlogene Mittel ziemlich Abhilfe geschaffen werden kann, nämlich das, wenn Selbstkontrohent auf der Schlußnote steht. Wenn dem betreffenden Kommittenten dekannt ist, daß sein Kommissionär Selbstkontrohent ist, so muß mon ihm doch so viel Einsicht zutrauen, daß er ihn zu wählen wissen wird, und doß er sich vorsehen wird, ob er überhaupt ein Geschäft mit ihm machen will oder nicht.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Stimmen Sie dem Vorschlog zu, für eine gewisse Kategorie von Bankiers die Verpflichtung, die Bilanz zu veröffentlichen, vorzuschreiden?

Sachv. **Schröter:** Nein.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wie stellen Sie sich zu dem Vorschlag, daß dem Provinzialbankier, der fremde Effekten übersendet, die Verpflichtung auferlegt wird, dem Berliner Bankier davon Mittheilung zu mochen, daß sie nicht sein Eigenthum sind, um die Entstehung eines generellen Pfandrechts zu hindern?

Sochv. **Schröter:** Das würde keine Aenderung der Gesetzgebung sein. Hier ist die Frage onders gestellt, ob das gesetzliche Pfandrecht einzuschränken oder ganz aufzuheben ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es handelt sich nur darum, ob die Verpflichtung ouferlegt werden soll, dei Uedersendung von Effekten zum Zweck der Vornohme von Verwaltungs-

handlungen mitzutheilen, daß das fremde Effekten sind, und Vorsorge zu treffen, daß das Pfandrecht nicht eintritt.

Sachv. **Schröter:** Dann ist der Andere verpflichtet, danach entsprechend zu handeln. Der Berliner Bankier ist verpflichtet danach zu handeln, er würde sich strafbar machen. Ich habe nichts dagegen.

Sachv. **Finck:** Ich schließe mich ganz Herrn Schinckel an und befinde mich bis zu einem gewissen Grade theilweise in einem Widerspruch mit Herrn Salomon. Ich bin insbesondere der Ansicht, daß es bei uns gar nicht angängig ist, das Kommissionsgeschäft zu trennen von dem Eintritt als Selbstkontrahent.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Herr Salomon hat nach der Richtung hin den Vorschlag gemacht, es möchte bei Uebersendung des Schlußscheins dem Kommittenten mitgetheilt werden, daß der Kommissionär als Selbstkontrahent eintritt. Würden Sie etwas dagegen haben?

Sachv. **Finck:** Ich würde das bei Zeitgeschäften für durchführbar halten, unter Umständen auch für wirksam. In Kassageschäften wäre aber das gar nicht durchführbar. Ich werde mir erlauben, das an einem Beispiel zu erläutern. Bei der beschränkten Zahl von Werthpapieren, die an einer kleineren Börse gehandelt werden, vereinigen sich meist eine große Zahl von Verkaufs- und Kaufaufträgen auf ein und dasselbe Papier. Die Zahl derer, die überhaupt darin Geschäfte machen, ist auch sehr beschränkt. Wir stellen, ehe die Börse beginnt, zusammen, was zu verkaufen, was zu kaufen ist. Den Rest müssen wir entweder an der Börse kaufen oder aus unseren eigenen Beständen zulegen.

Zu diesem Zweck müssen wir bei allen unseren gangbaren Werthen erforderlichen Vorrath halten. Wir haben in denjenigen Werthen, die speziell bei uns gehandelt werden, immer einen Bestand.

Der Herr Sachverständige aus Berlin hat schon ausgeführt, daß darin ein Nachtheil liegen könnte; das ist in der That der Fall. Wir können vielfach die Aufträge nicht vollständig zur Ausführung bringen, nicht genügendes Material beschaffen, ohne den Kurs erheblich heraufzusetzen. In diesem Falle müssen wir uns damit helfen, aus dem Bestande zuzulegen. Ich sage deshalb, es ist für dieses Kassageschäft gar nicht möglich zu konstatiren: den und den Auftrag haben wir per Kompensation in uns ausgeführt oder wir haben ihn als Kommissionsgeschäft besorgt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich glaube, daß die Berufung des Herrn Sachverständigen auf die Aeußerung des Herrn Salomon nicht zutrifft. Ich sehe nicht ein, weshalb es nicht möglich sein soll, bei Uebersendung der Schlußnote dem Kommittenten zu sagen: ich bin Selbstkontrahent oder ich bin nicht Selbstkontrahent, oder zu sagen: in Höhe von 10 000 Mark bin ich Selbstkontrahent, in Höhe von 20 000 Mark bin ich nicht Selbstkontrahent.

Sachv. **Finck:** Es ist nicht möglich, wenn der Herr Präsident gestattet, weil wir eine ganze Reihe von Aufträgen auf dasselbe Papier haben. Für welchen Auftrag sind wir dann Selbstkontrahent? Wir können nicht sagen, für welchen einzelnen Auftrag wir Selbstkontrahent sind.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sie müssen sich eben entscheiden. Gerade so, wie Sie den Sachverhalt in Ihren Büchern klar legen, können Sie meines Erachtens auch dem Kommittenten mittheilen, in welchem Umfange Sie Selbstkontrahent sind. Liegen Verkaufsanträge in Höhe von 80 000 Mark und Kaufanträge in Höhe von 100 000 Mark vor, so sind Sie in Bezug auf 80 000 Mark nicht Selbstkontrahent, sondern lediglich Vermittler, wenn Sie dagegen 20 000 Mark aus eigenen Beständen zulegen, um die Käufer damit zu befriedigen, sind Sie in Höhe dieser 20 000 Mark

Selbstkontrahent. Wenn sich diese Aufträge von 100 000 Mark aus vielen Posten zusammensetzen, so werden Sie eben Aufträge in Höhe von 20 000 Mark herausgreifen und zu diesen Kommittenten sagen: Wir sind Selbstkontrahenten; allen übrigen gegenüber sind Sie Vermittler.

Sachv. **Finck:** Wenn es möglich wäre, einen herauszugreifen, dann würde es denkbar sein.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wollen Sie sich über das Pfandrecht äußern, namentlich in Bezug auf die befürwortete Beschränkung.

Sachv. **Finck:** Ich halte es nicht für unbedingt nothwendig, diese Einschränkung einzuführen.

Sachv. **Salomon:** Ich möchte meine Darlegungen hinsichtlich der Ausführung des Auftrags dahin ergänzen, daß ich auch die Kompensation als eine kommissionsweise Ausführung bezeichne. Ich habe den Nebenpunkt nicht erwähnt, daß die Berechtigung bezüglich der Berechnung der Courtage und sonstiger Spesen vorbehalten bleiben möchte. Ich glaube, daß das in irgend einer Weise geordnet werden könnte. Ich will damit die Diskussion nicht aufhalten, bitte aber, eventuell es zur Entscheidung zu stellen.

Sachv. **Schinckel:** Ich will darauf aufmerksam machen, daß im Falle der Kompensation der Kommissionär nicht in der Lage sein würde, auf Verlangen den Verkäufer zu nennen. Ich kompensire es in mir selbst, ich könnte also nicht den Verkäufer oder Käufer nennen.

Sachv. **Salomon:** Ich halte es für zweifellos, daß ich, wenn ich von einem außerhalb der Börse stehenden Auftraggeber kaufe, in diesem Falle auch die Waare, die ich da kaufe, kommissionsweise gehandelt habe; ich habe nicht an der Berliner Börse gekauft, sondern wo anders.

Sachv. **Schröter:** Ich möchte mich dem Kollegen aus Hamburg anschließen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es liegt außerhalb der Frage, aber nachdem der erste Herr Sachverständige sich über den Punkt geäußert hat, welche Verpflichtungen er als vorhanden ansieht in Betreff der Spezialisirung der eingekauften Stücke für den Kommittenten, wäre es vielleicht nicht belanglos zu hören, wie die drei anderen Sachverständigen diesen Punkt auffassen. Ich meine die Frage: der Kommissionär hat einen Einschuß erhalten, aber er ist nicht voll gedeckt, er soll Effekten kaufen, nicht als ein einzelnes Geschäft, sodaß er erwartet, daß der Kommittent sofort mit dem vollen Gelde kommt und abnimmt, sondern das Verhältniß geht dahin, daß er die Effekten behalten soll, es werde später darüber verfügt werden. Was ist dann die Verpflichtung des Kommissionärs bei Erfüllung des Auftrags: gehört es zu den natürlichen Pflichten, daß er die Stücke auch erwirbt, die Nummern für den Kommittenten ausscheidet, oder darf er sagen: so lange ich nicht das Geld habe, hast Du überhaupt nur ein Forderungsrecht darauf, daß ich Alles dies erst thue, wenn Du das volle Geld bringst?

Sachv. **Schinckel:** Meine Ansicht ist die, daß ich zu keinem anderen Erkennungszeichen kommen kann, als dem Momente der Bezahlung. Das Eigenthumsrecht des Kommittenten sollte beginnen mit dem Moment, wo er das Kommissionsgut bezahlt hat, sei es durch baare Zahlung oder durch ein bei dem Kommissionär in gesetzlich zulässiger Form kontrahirtes Darlehen. An den verpfändeten Sachen hat der Kommittent als Eigenthümer natürlich ein volles Eigenthumsrecht.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Will sich einer der anderen Herren zu dieser Frage äußern?

Sachv. **Finck:** Ich würde in dieser Frage dem Herrn Sachverständigen aus Hamburg nicht beipflichten können, sondern mich den zuvor gemachten Ausführungen des Herrn

Senatspräsidenten anschließen. In dem Augenblick, in dem dem Kommittenten mitgetheilt ist: ich habe die Papiere gekauft und nehme sie als Pfand, muß ich sie in sein Depot legen, in diesem Momente gehören sie nicht mir, sondern ich habe sie als Pfand, einerlei, ob ich von ihm das ganze Kapital, einen Theil oder unter Umständen gar nichts erhalten habe.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wie ist Ihre Ansicht? (Zum Sachverständigen Salomon.)

Sachv. **Salomon:** Ich bin der Meinung, daß bestimmte Rechte dem Käufer gebühren, beispielsweise das Vertretungsrecht bei Generalversammlungen, auch die Verloosung; bei Sachen aber, bei denen derartige Besonderheiten zum Vortheil des Besitzers nicht auszuüben sind, kann der Bankier im übrigen nicht gebunden werden, dem Betreffenden etwas weiteres zu gewähren, als jederzeit die Stücke abnehmen zu können. Der Käufer würde bei jedem ordentlichen Bankier die Stücke sofort gegen das Geld bekommen. Abgesehen von diesen Berechtigungen wird das Anrecht abhängig gemacht werden müssen von der Bezahlung.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Was würden Sie zu dem Verkäufer eines Grundstücks sagen, der den Kaufpreis kreditirt hat und dann sagte: Du bekommst das Grundstück erst oder das Grundstück kann überhaupt erst aufgelassen werden, wenn Du voll bezahlt hast? Ich meine, Sie konstruiren ein ganz anderes Geschäft, Sie sagen: Das ist nicht die Kreditirung des Preises, sondern eine Kaution dafür, daß ich mich mit Dir überhaupt in das Geschäft einlasse.

Sachv. **Schröter:** Ich weiß nicht, ich finde auch keinen Unterschied darin, ob der Preis voll bezahlt ist oder nicht. Ich glaube aber nicht, daß man damit die Nummerangabe verbinden kann, es würde für den Verkehr im allgemeinen sehr schwer sein, wenn man immer die Nummern aufgeben müßte. Ich sehe nicht den besondern Nutzen ein, den das hat, der Mann hat ja die Stückzahl.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn ich die Effekten in das Depot lege, so läßt sich daran nur die Konsequenz knüpfen, daß es eine Untreue hinsichtlich des Depots sein würde, sobald ich es angriffe.

Sachv. **Schröter:** Wann soll die Niederlegung stattfinden?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Effekten sollen in dem Zeitpunkte niedergelegt werden, in dem sie dem Kommissionär geliefert sein müssen. Er muß, sobald er auf Einschuß hin den Auftrag übernommen hat, mit der Zahlung des Restbetrages für den Kommittenten in Vorschuß gehen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Die Frage ist die, ob der Betreffende Eigenthümer der Stücke wird unabhängig davon, ob der ganze Kaufpreis bezahlt ist oder nicht.

Sachv. **Schröter:** Ich habe nur geglaubt, daß ein Eigenthümer von beispielsweise 5 000 Mark irgend welcher Staatsanleihe doch wirklich einen Anspruch hat, auch wenn man ihm nicht gerade die Nummern aufgiebt. Ich kann nicht einsehen, daß dies ein so wichtiger Unterschied ist und glaube, daß es für den Verkehr wünschenswerth ist, daß es nicht nothwendig wäre, daß die Nummern aufgegeben werden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Eigenthümer wird doch der Käufer.

Sachv. **Schröter:** Gewiß, er hat bezahlt; ein Theil ist bezahlt, aber er ist Eigenthümer.

Sachv. **Schinckel:** Ergänzend möchte ich sagen: wenn ich Jemandem geschrieben habe, ich habe die Stücke in Pfand genommen, so ist zweifellos, daß ich sie nicht anrühren darf.

Sachv. **Volkmar:** Ich meine, daß das Handelsgesetzbuch nach heutigen Tags auf der Höhe der Zeit steht, und daß man nur in wenigen Punkten Gelegenheit nehmen muß,

eine Aenderung eintreten zu lassen, namentlich kann man das Kommissionsgeschäft nicht loslösen von dem Selbsteintritt des Kommissionärs. Ich kann es mir wenigstens nicht anders denken. Inwieweit man das Selbsteintrittsrecht beschränken kann, darüber werde ich mir später zu sprechen erlauben. Ich möchte jetzt auf die Mißstände kommen, die sich nach meiner Wahrnehmung im Kommissionsgeschäft ergeben haben; sie liegen hauptsächlich in den Bedingungen, die man als Todtenscheine bezeichnet. Der Hauptpunkt ist das Nehmen der Stücke in's Depot ohne Nummernangabe, wo kein Eigenthum auf den Kommittenten übergeht — das muß in irgend einer Weise geändert werden — und der zweite Punkt sind die strengen Bedingungen der Schuldknechtschaft, die nicht bestehen bleiben können, wo eventuell der Ehrenrath, der in Aussicht genommen ist, einschreiten müßte. Bis jetzt haben aber noch immer gerade in diesem Punkte die Gerichte einigermaßen zu helfen verstanden; diese so sehr scharfen Bedingungen wurden am ersten schartig, denn es ist fast immer gelungen, die Leute, die über das Erlaubte hinausgegangen sind, mit ihren Klagen abzuweisen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wollen Sie die Güte haben, sich noch näher zu äußern, in welcher Beziehung man hier zu scharf vorgegangen ist.

Sachv. **Volkmar:** Einfach heißt es: wenn die Marge nicht mehr so und so viel Prozent erreicht, wenn ein Depot nicht mehr so und so viel Prozent macht, so mußt Du sofort weitere Deckung einschicken. Nun haben sie einfach geschrieben: Marge nicht mehr 10 Prozent, decke sofort!

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sie meinen, daß die Kommissionäre das „sofort" zu strenge auffassen!

Sachv. **Volkmar:** Der Herr Senatspräsident wird es bestätigen, wie oft derartige Klagen der Kommissionäre abgewiesen sind.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das wären Entscheidungen der Portia gegenüber Shylocks Schein. Es giebt eine ganze Reihe von Bedingungen, bei denen man sich schließlich sagen muß: das geht nicht mehr. Eine auf die Dauer erträgliche Rechtsprechung ist das wirklich nicht.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Lassen sich nicht auf dem Wege der Gesetzgebung Grundlagen für eine sichere Rechtsprechung schaffen, um den Richter nicht in eine solche Lage zu bringen? Die Reichsbank schreibt z. B. vor in ihren Geschäftsbedingungen, daß das Depot eventuell binnen 3 Tage zu verstärken ist. Es wurde von einzelnen Sachverständigen gesagt, das wäre eine angemessene Frist, von anderen wurde dagegen eingewandt, man könnte sich Fälle denken, in denen eine solche Frist schon zu lang wäre; aber andererseits wird man doch wohl ein Minimum festsetzen können, denn es ist schließlich ein unhaltbarer Zustand, wenn man sich zu sofortiger Verstärkung des Depots verpflichtet und dann genöthigt sein soll, einer solchen Verpflichtung in einer oder in wenigen Stunden nachzukommen! Läßt sich da nichts machen?

Sachv. **Volkmar:** Wir nehmen blos diejenigen Fälle heraus, wo man das Maß des Zulässigen überschritten hat. Denjenigen Leuten, die überhaupt keine Deckung schicken können, kann man nicht helfen, aber um die bloße Angemessenheit hinein zu interpretiren, sind die Gerichte ausreichend. „Sofort" ist nicht eine Stunde, „sofort" ist nicht bis zur heutigen Börse. Der Reichsgerichtssenat hat uns dabei immer sehr gut unterstützt. Es wurde stets ein Zeitraum von etwa drei Tagen für nothwendig erachtet.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn nun der Mann in seinen Verpflichtungen statt „sofort" sagte: „binnen 3 Stunden", so würden wir nicht sagen können: 3 Stunden sind nicht 3 Stunden.

Sachv. **Volkmar:** Man kann nicht für alles vorsorgen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Frage des Herrn Vorsitzenden geht nach der Richtung, ob nicht ein Maß objektiver Bedingungen gegen derlei Ueberschreitungen irgendwie festgesetzt werden könnte.

Sachv. **Volkmar:** Wo fängt das Angemessene an und wo hört es auf? Daß ist sehr schwer zu sagen, das ist nach Lage des Falles wirklich verschieden: es kann einer, der in Zahlungsstockung gerathen ist, in 3 Tagen nicht bezahlen, den vierten könnte er bezahlen, nach der festen Frist von 3 Tagen wird aber exekutirt. Dagegen können wir nicht schützen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Man könnte sagen: wenn eine halsabschneiderische Handhabung von Bedingungen vorliegt, so könnte es erheblich und könnte nützlich sein, einen allgemeinen Grundsatz über die Handhabung solcher Dinge vorbehaltlich ganz flagranter Veränderung von Verhältnissen vorzuschreiben. Einzelne Herren waren nicht abgeneigt, auf einen solchen Gedanken einzugehen.

Sachv. **Volkmar:** Würde das nicht eine Kasuistik sein, die wir in der Gesetzgebung vermeiden wollen? Das waren einige von den Mißständen, die ich wahrgenommen habe, nun käme ich zu dem Selbsteintrittsrecht. Dieses halte ich für unbedenklich in allen Geschäften, wo ein fester Kurs vorliegt. Ist das der Fall, so würde ich annehmen, daß unbedingt das Selbsteintrittsrecht geboten und auch nothwendig ist. Wie mir bekannt, ist kein fester Kurs bei Zeitgeschäften, sondern da schwankt er, und da fragt es sich: wie ist es da, kann man das Selbsteintrittsrecht bewilligen? Wenn ich den Herrn Präsidenten Wiener recht verstanden habe, so will er es nicht bewilligen, wo eine Interessenkollision vorliegt. Es ist natürlich, wenn ich jemandem den Auftrag gebe: kaufe für mich so und so viel per ultimo und er tritt als Selbstkontrahent ein und schreibt mir: nun verkaufe ich Dir so viel, so ist die Interessenkollision da, es ist aus dem Kommissionsgeschäft ein Verkaufsgeschäft geworden, und Käufer und Verkäufer können nicht dieselben Interessen verfolgen. Wollen Sie aber deshalb bei Zeitgeschäften ohne weiteres das Selbsteintrittsrecht aufheben, so würden Sie einen ganzen Theil des Kommissionsgeschäfts in Wegfall bringen. Das wollen Sie nicht, sondern Sie wollen nur Beschränkungen eintreten lassen gegenüber den böswilligen Leuten.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich meine, es sind zwei Vorschläge vorliegend, der eine, der allgemeine Anerkennung gefunden hat, geht dahin, daß, damit die Sache nicht wie bisher, für größere Zeiträume in suspenso bleibe, ob das eine oder andere gewählt ist, das Gewählte bis zu dem Moment der Ausführung der Anzeige oder, wie der erste Sachverständige meinte, bis zur Sendung des Schlußscheines fest sein muß in dem Sinne, daß, wenn nicht erklärt wird: ich bin Selbstkontrahent, anzunehmen ist, das Geschäft sei mit einem Dritten gemacht worden. Der Herr Sachverständige hat diesen Vorschlag in dem Sinne gegenüber andern Sachverständigen verschärft, daß, während jene Sachverständigen es für ausreichend erachten, daß bereits in den Geschäftsbedingungen gesagt wird: wenn ich nichts anderes anzeige, bin ich Selbstkontrahent — ich bemerke, andere Bedingungen gehen dahin: ich habe die Wahl, ob ich es sein will — er dies nicht für ausreichend erachtet, sondern in allen Fällen eine bestimmte Erklärung bei der Zusendung des Schlußscheines verlangt. Nun ist weiter angeregt worden, ob nicht über diese betreffenden Bestimmungen hinaus es nothwendig wäre, daß eine klare Erklärung des Kommittenten erforderlich ist, wenn er gebunden sein soll, daß das Geschäft gilt, auch wenn es der Betreffende in sich gemacht hat. Daß der Kommittent dem Kommissionär sagt, er verlange von ihm

keine Aufgabe eines Dritten, schließt doch nicht aus, daß in dem Wesen des Geschäftes es begründet wäre, daß trotzdem das Geschäft an der Börse ausgeführt werden müsse, und das ist, glaube ich, das gewöhnliche Verlangen des Kommittenten, wenn es sich um ein Zeitgeschäft handelt, so daß es noch nicht genügend ist, wenn der Kommittent auch bekannt hat: ich bin zufrieden, daß dieser Mann Selbstkontrahent ist, sondern zu verlangen ist, daß er bei dem Auftrage zu dem Zeitgeschäft erkläre: ich bin zufrieden, wenn Du auch das Geschäft in Dir machst. Alsdann hätte es keinen Anschein der Berechtigung mehr, wenn die Einwendung der schließlich belangten Kommittenten kommt, die immer sagen: Kollision der Interessen, Du hast mir etwas zu unterschreiben gegeben, da steht etwas von Selbstkontrahiren, ich habe das wohl so aufgefaßt, daß ich nur mit Dir zu thun habe, aber Dich nicht von einer wirklichen Ausführung des Geschäfts entbinden wollen.

Sachv. **Volkmar:** Ich würde wegen der Interessenkollision das Selbsteintrittsrecht im Prinzip nicht abschaffen. Gegen die Anregung, daß bei Zeitgeschäften die Regel umgekehrt wird — sonst steht daran: nur wenn der Kommittent es verbietet, als Selbstkontrahent einzutreten, gilt es als verboten —, hätte ich nichts einzuwenden. Alle solche Bestimmungen können Sie treffen, man würde sie auf das vorzüglichste befolgen, es würden einfach die Formulare umgedruckt. Ebenso könnte man die Bestimmung treffen, daß das Selbsteintrittsrecht mit der Ausführung angezeigt werden muß, aber wenn die Gesetzgebung das thäte, wäre es nur ein Schlag ins Wasser: Der Kommissionär läßt sich seine Briefe danach drucken, und wenn einer es übersehen hat, so fällt er rein.

Nun komme ich auf einen weiteren Mißstand, der mir in der Praxis vorgekommen ist, das ist der sogenannte Schnitt, aber einige Hülfe dagegen ist auch hier gegeben. Sowie der Kommittent argwöhnt: hier liegt ein Schnitt vor, so darf er sagen: ich erkenne das Geschäft nicht an, ich behaupte, daß Du zu einem niedrigeren Kurse gekauft hast. Im Prozeß kann die Sache sich dann für den Kommissionär leicht ungünstig stellen, es wird die Einrede gemacht: Du bist nicht als Selbstkontrahent eingetreten, sondern Du hast gekauft und mir einen ungünstigeren Kurs angerechnet. Wir haben das oft gehabt und mit dem Erfolg gehabt, daß, wenn es richtig war, die Leute sofort die Klage zurückgezogen haben. Die Handelsbücher vorzulegen, dazu ist es, wenn die Sache den Kläger bedenklich wurde, nie gekommen, sondern die Sache wurde durch Vergleich erledigt. Ich meine, der Kommissionär ist nicht so allmächtig, daß er thun kann, was er will, und daß der Kommittent ihm ganz schutzlos gegenübersteht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das scheint mir nur bis zu einem gewissen Grade richtig. Es ist doch durch die Bücher nur kontrolirbar, wenn ich den Fall nehme, daß der Kurs sich in einer dem Kommittenten günstigeren Richtung entwickelt hat und von dieser Richtung thatsächlich Gebrauch gemacht worden ist, indem gekauft worden ist, ohne daß dieser Kauf auf ein anderes Geschäft bezogen werden kann.

Sachv. **Volkmar:** Wo kommt das hauptsächlich vor? Bei kleinen Bankiers, bei kleinen Geschäften, wo es aus den Büchern leicht ersichtlich wird: das muß das Geschäft sein, das kann nur das Geschäft sein. Er bekommt einen Auftrag auf 20 000 Diskontokommanditantheile, der Kurs ist notirt 206 bis 208, er berechnet $207\frac{1}{2}$, er hat nur an dem und dem Tage 20 000 Diskontokommandit gehandelt und zwar zu 206, die Sache ist klargestellt, daß dieses das kommittirte Geschäft sein muß.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich kann daraus entnehmen, was ich bisher nicht wußte, daß Fälle solcher Bücher-

vorlegungen häufiger vorkommen. Nun tritt aber die ganze Sache in der Regel nur in der Kombination auf, daß Monate lang solche Geschäfte gemacht worden sind, der Kommittent hat zunächst sich vollständig beruhigt, das Saldoanerkenntniß hat stattgefunden, dann kommt er dazu, die Kurse zu demängeln. Ob man dann die Bücher vorlegt, hängt nach Artikel 37 H. G. B. von dem Ermessen des Gerichts ab.

Sachv. **Volkmar:** Wir haben die Büchervorlegung öfter gehabt. Ich glaube, die Debatte wird etwas zu juristisch. Es kann dem entgegengetreten werden, wir haben es gerade von Ihnen gelernt, durch die Urtheile des Reichsgerichts.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich will die juristische Debatte nicht verlängern, aber es ist kein voller Akkord nach dieser Richtung vorhanden.

Sachv. **Volkmar:** Wenn ein Anerkenntniß dazwischen liegt, so ist es etwas anderes, dann muß der Mann das Geschäft anerkennen. Im Uebrigen will ich bemerken, in der Frage der Beschränkung des Pfandrechts bin ich einverstanden.

Freiherr **v. Huene:** Ich wollte blos fragen, woraus sich ergiebt, daß der Kurs unrichtig war. Sie meinten immer blos, daß an dem Tage nicht zu dem Kurse notirt worden ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wenn sich aus den Geschäftsbüchern z. B. ergiebt, daß der Kommissionär nur ein Geschäft an der Börse gemacht hat, so schließt daraus der Richter, daß dies das Geschäft ist, das er für den Kommittenten gemacht hat.

Dann wollte ich mir an den Herrn Sachverständigen noch eine Frage zu richten erlauben. Hält er es für zulässig, daß ein Kommissionär bei Kassageschäften als Selbstkontrahent auftritt, wenn er sich nicht im Besitze der Waare beziehungsweise der Effekten befindet und auch nicht innerhalb der Frist, die für die Abwickelung der Kassageschäfte durch Börsenusance festgesetzt ist, sich in den Besitz der Waare gesetzt hat?

Sachv. **Volkmar:** Ja, ich halte es juristisch für zulässig.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wir kommen endlich zu dem letzten Punkte Nr. 23. Zur Erläuterung möchte ich bemerken, daß es sich hier darum handelt, ob die gesetzlichen Voraussetzungen oder Wirkungen eines Fixgeschäfts zur Verhütung von Mißbrauch abzuändern sind. Es sind Abänderungen nach zwei Richtungen hin in Erwägung gekommen, nämlich nach der Richtung, daß man die Bestimmungen des Artikel 357 des Handelsgesetzbuchs nur für anwendbar erklärt, wenn beide Kontrahenten eingetragene Kaufleute sind, so daß ein Fixgeschäft an sich zwischen Kaufleuten und Nichtkaufleuten aber zwischen Nichtkaufleuten unter einander gestattet wäre, aber mit der Wirkung, daß der Schaden nicht durch die Differenz festgestellt wird, sondern auf dem Wege, wie nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen der Schade zu beweisen und festzusetzen ist, zweitens nach der Richtung, daß nur demjenigen ein Klagerecht auf Zahlung der Differenz gegeben werden soll, welcher nachweislich zur Gegenleistung bereit und fähig gewesen ist, daß also der Grundsatz des allgemeinen Rechts, daß nur derjenige den Anderen in Anspruch zu nehmen berechtigt ist, der seinerseits selbst zu erfüllen in der Lage und bereit ist — ein Grundsatz, der vielfach durch Börsenbestimmungen außer Wirksamkeit gesetzt ist — allgemein für diese Geschäfte und zwar mit zwingender Wirkung eingeführt wird.

Sachv. **Salomon:** Ich würde unter allen Umständen von denjenigen Parteien, die ein Fixgeschäft geschlossen haben, auch dessen Erfüllung nach den Bestimmungen des Fixgeschäftes verlangen, gleichgiltig ob sie Kaufleute sind oder ob eine Partei etwas anderes ist, denn das Interesse ist mit der Beendigung des Termins der Lieferungsfrist bezeichnet, das ist

der Charakter des Fixgeschäfts, man kann ihn nicht ändern dadurch, daß man ihn zu Lasten und Gunsten einer Berufsklasse gelten läßt und zu Lasten und Gunsten einer anderen nicht.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das ist wohl ein Mißverständniß. Es handelt sich hier nur darum, den Beweis des Schadens auf andere Weise als durch Berufung auf die Differenz zu führen. Dieser Vorschlag geht von der Erwägung aus, daß die Feststellung des Börsen- oder Marktpreises jetzt einfach Sache der Börse ist, bei der nur diejenigen mitwirken, die sich an der Börse befinden, während die Kontrahenten, welche nicht Mitglieder der Börse sind, nicht kontroliren können, ob eine richtige Notirung des Preises stattgefunden hat, und daß in Folge dessen es nicht unangemessen sein würde, daß derjenige, dem eine Kontrole des Börsen- und Marktpreises entzogen ist, auch nicht auf Grund desselben in Anspruch genommen werden kann.

Sachv. **Salomon:** Die Kontrole ist ihm nicht entzogen, es findet die Feststellung der Kurse — es handelt sich hauptsächlich und ausschließlich fast nur um das Getreidegeschäft — auch an der Getreidebörse mit großer Sorgfalt und Energie statt. Das wird Herr Geheimrath Frentzel bestätigen. Es ist auf Veranlassung des Aeltesten Kochhann gegen die Firma Blumenfeld auf das energischste eingeschritten worden, besser als irgend ein Kommittent es hätte machen können. An der Fondsbörse sind solche Sachen nicht in die Erscheinung getreten; wenn es der Fall gewesen wäre, so hätte unter Mitwirkung beider Interessenten festgestellt werden können, daß der Marktpreis so ermittelt wird, daß ein jeder sich zu unterwerfen genöthigt werden kann.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte fragen, ob es den Grundsätzen des Börsenverkehrs entspricht, daß nur demjenigen ein Klagerecht auf die Differenz gegeben wird, der selbst zu erfüllen in der Lage ist.

Sachv. **Salomon:** Man scheint in Börsenkreisen anzunehmen, daß die Judikatur auch heute zum Theil sich darauf richtet, wenigstens pflegen oft genug diejenigen, deren Gegenkontrahenten im Rückstande geblieben sind, das Papier am Erfüllungsorte protestiren zu lassen und zwar notariell, um zu konstatiren, daß sie das Papier zu liefern in der Lage sein würden oder andererseits festzustellen, daß sie es zu bezahlen bereit wären, indem sie dem Notar das Kaufgeld geben, es an den Erfüllungsort schicken und anbieten lassen. Ich kenne die gesetzlichen Bestimmungen nicht genau, aber mir scheint, daß sie nach Ansicht vieler in dieser Weise bereits bestehend sein müssen und daß es nicht schaden würde, wenn sie aufrecht erhalten würden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wenn ich Sie recht verstehe, würden Sie der Ansicht sein, daß nur demjenigen ein Klagerecht zustehen soll, der seinerseits zu erfüllen bereit und in der Lage ist, denn Sie sagen, es entspräche der Uebung an der Börse, sich den Beweis, daß sie erfüllen konnten, dadurch zu sichern, daß sie sich von dem Notar hierüber eine Bescheinigung ausstellen lassen.

Sachv. **Salomon:** Ob man in vollem Umfange das erklären soll, scheint mir fraglich, denn man verlangt von demjenigen, der erfüllen soll, der die Erfüllung anbieten soll, vielleicht etwas, was über seine Kräfte geht; es würde vielleicht der Nachweis genügen, daß er es sich hätte verschaffen können. Ich wäre für irgend eine mildere Form.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das wird eben behauptet, daß vielfach Differenzen in Anspruch genommen werden von Personen, die über ihre Kräfte spekulirt haben, daß also, während nach den Grundsätzen des allgemeinen Rechts derjenige, der Jemanden in Anspruch nehmen will, den Einwand gewärtigen muß: Du konntest selbst nicht erfüllen, und wenn dieser Einwand bewiesen wird, eine Verpflichtung zur Er-

füllung nicht vorliegt, vermöge der Börsenusancen die Sache umgekehrt ist, also auch derjenige seine Kontrahenten in Höhe der Differenz in Anspruch zu nehmen berechtigt ist, der selbst zur Erfüllungszeit die Effekten nicht besaß.

Sachv. **Salomon:** Ich scheine mich in dieser Beziehung im Irrthum zu befinden, insofern die bestehende Gesetzgebung diese Bestimmung nicht zu haben scheint. Trotzdem scheint man sich dementsprechend schon zu verhalten. Ich bin heute darauf nicht vorbereitet.

Sachv. **Schinckel:** Ich bin nicht der Ansicht, daß man dem Nichteingetragenen größere Rechte gewähren soll als dem Eingetragenen gewährt sind. Was die zweite Frage anlangt, so glaube ich, daß der Nichtsäumige, so lange er nicht notorisch Verpflichtungen nicht erfüllt hat, als bereit und in der Lage angesehen werden soll, seine Verpflichtung zu erfüllen. Ich weiß nicht, warum er dem Säumigen nachweisen soll, daß er bereit gewesen ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Nach den Grundsätzen, wie sie wahrscheinlich auch im Hamburger Recht bestehen werden, würde z. B. derjenige, der Salpeter gekauft hat, dann von dem Verkäufer wegen Schadensersatz nicht in Anspruch genommen werden können, wenn er nachweist, der Verkäufer befand sich gar nicht in der Lage, den Salpeter abzuliefern, da er keinen besaß, während der Verkäufer, wenn er ein börsenmäßiges Termingeschäft abgeschlossen hätte, vermöge der allgemeinen Bedingungen, wie sie voraussichtlich auch an der Hamburger Börse bestehen werden, berechtigt wäre, den Gegenkontrahenten wegen Differenz in Anspruch zu nehmen, auch selbst wenn er seinerseits die zu liefernde Waare gar nicht gehabt hat.

Sachv. **Schinckel:** Aber dieser Unterschied ist auch ganz gerechtfertigt. Unsere Usancen gehen weiter und bestimmen: wie derjenige, der nicht säumig ist, auf der einen Seite berechtigt ist, per Differenz von dem Säumigen seine Forderung sofort einzufordern, so soll er auf der anderen Seite auch verpflichtet sein, die zu Gunsten des Säumigen entstandene Differenz ihm auszuzahlen. Ich glaube, man muß das gegen einander halten. Auch das Rücktrittsrecht soll im Effektengeschäft, wo die Differenz sich mit Leichtigkeit nach den bestehenden Umsätzen konstatiren läßt, nicht freistehen: der Nichtsäumige soll auf der einen Seite unter allen Umständen berechtigt sein, seine Differenz zu fordern, auf der anderen Seite von dem Rücktrittsrecht nicht Gebrauch machen dürfen. Das Rücktrittsrecht der Nichtsäumigen würde sonst nicht etwa den Säumigen, sondern die unschuldigen Massengläubiger des Säumigen schädigen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ob es einen allgemeinen Rechtssatz nach bestehendem Gesetz in dem Sinne giebt, daß, wenn alle äußeren Momente eines Verzuges im Anbieten vorhanden sind, sich der hiernach Säumige seiner Schadensersatzpflicht dadurch entziehen kann, daß er sagt, Du würdest doch nicht die Mittel gehabt haben, wenn ich Dir offerirt hätte, das ist mir außerordentlich zweifelhaft, aber die Sache liegt nach meiner Ansicht etwas anders. Vorleisten soll nach dem Gesetz der Verkäufer, er soll die Effekten bringen; nach dem Gesetz kann er keinen Schadensanspruch, auch keine Differenz geltend machen, wenn er diese Vorleistung unterlassen hat. Andererseits soll der Käufer, wenn ihm angeboten wird und wenn er nicht in Säumniß gerathen will, annehmen. Ist ihm angeboten und er nimmt nicht an, so kann er natürlich keine Differenzforderung geltend machen. Das sind die gesetzlichen Grundsätze; außerdem ist beim Fixgeschäft ein Unterschied in der Stellung des Verkäufers und des Käufers beim Anspruch auf Differenz. Der Verkäufer, der vergeblich angeboten hat und in Folge dessen die Differenz bekommen will, muß nach

dem Gesetz effektiv verkaufen, um auf diese Weise die Differenzforderung nachzuweisen. Der Käufer, der nicht bekommen hat und die Differenz fordern will, kann einfach die Differenz fordern. Nun besteht in den Börsenbedingungen in Berlin schon seit langer Zeit eine Modifikation dieser Bedingungen im Sinne der Gleichstellung von Verkäufer und Käufer in der Richtung, daß nicht blos der Käufer, ohne wirklich anzukaufen, sondern auch der Verkäufer ohne das angebotene Objekt wirklich verkauft zu haben, einfach Differenzzahlung verlangen kann. Dieser Umstand ist früher hier geltend gemacht worden, und es ist gefragt worden, welchen Grund diese Aenderung hat, von der Unterstellung aus, daß das Gesetz doch seine betreffenden Alternativen und Verschiedenheiten wohl getroffen hat von dem Gesichtspunkte aus, daß auch das Fixgeschäft eigentlich doch nicht von den Grundlagen eines effektiven Geschäftes losgelöst sein solle, während diese Veränderung, um es kurz auszudrücken, dem eigentlichen Differenzgeschäft in höherem Maße Vorschub leistet. Zweitens aber ist die Behauptung aufgestellt worden, die Schlußscheinbedingungen, insbesondere wenn man den § 18 ganz genau lese und seine Vorgeschichte in Betracht ziehe, lösten noch nach einer andern sehr flagranten Richtung zu die Realisirung des Geschäftes von dem wirklichen Effektivgeschäft ab, indem nämlich nach der richtigen Interpretation dieser Bedingungen der Käufer, auch wenn ihm die Effekten angeboten worden sind und auch wenn er die Annahme derselben verweigert hat, trotzdem, wenn auf dem Engagement zur Zeit zu seinen Gunsten Differenz liegt, die Differenz fordern kann, andererseits aber auch der Verkäufer, wenn auf dem Engagement zu seinen Gunsten die Differenz geschicht, sie fordern könne, ohne daß er angeboten hat, so daß also das unter den Beiden abgeschlossene Geschäft von allen Voraussetzungen eines wirklichen Effektivgeschäfts losgelöst wäre, bei dem es ganz nothwendig ist, daß nur derjenige, der seine Pflicht in Betreff der effektiven Lieferung erfüllt hat, einen Schadensersatz fordern kann. Der erste vernommene Herr Sachverständige — ich glaube, es war Herr Geheimrath Frentzel — glaubte, daß dies in der That der Sinn der Bedingungen wäre, Herr Kaempf reservirte sich die Entscheidung über diesen Punkt. Früher, 1872 und 1873, haben die Bedingungen in diesem Sinne gelautet, und es giebt an allen Börsen Bedingungen, die es ganz unzweifelhaft machen. Paralysirt kann dieses Recht freilich dadurch werden, daß der Verkäufer sowohl wie der Käufer sagen kann: ich verlange effektive Erfüllung. Wenn er das thut, so kann der Säumige nicht eine Differenz zu seinen Gunsten reguliren. Das setzt voraus, daß in Wahrheit aus einem solchen Ultimogeschäft in dieser Weise ein Kassageschäft wird. Das sind meines Erachtens die Fragen, die bei diesem Punkte zur Sprache gekommen sind.

Es fragt sich, ob es nicht wünschenswerth wäre, um der Auffassung im Publikum vorzubeugen, daß man sogar seitens der Korporation dem reinen Differenzgeschäft Vorschub leiste, in dieser Beziehung die Bedingungen mehr auf den Boden des wirklichen Rechtes zurückzuführen.

Sachv. **Salomon:** Ich kenne den § 18 ganz genau. Der Zweck dieses Paragraphen ist nicht darauf gerichtet, effektive Lieferung weniger hoch zu stellen, als sonst, sondern er hat ganz andere Gründe: er soll dem Kommissionär eine Art Schutz gewähren gegenüber seinen Kommittenten, nämlich wenn der Kommittent mit der Lieferung bis Abends 6 Uhr des betreffenden Tages im Rückstande bleibt, tritt am nächsten Tage Zwangsregulirung ein. Eine bedeutende Berliner Firma, die nicht Zahlungsunfähigkeit erklären oder ihre Verpflichtungen nicht unerfüllt lassen will, ist in die Zwangslage versetzt, an dem betreffenden Tage selbst zu kaufen, denn sie muß, um liefern zu dürfen, bis Abends 6 Uhr am Stichtage liefern. Sie kann in dem Augenblick, wo sie kauft, um selbst erfüllen zu können nicht wissen, ob der Kommittent noch

kommen und liefern wird, denn er hat bis 6 Uhr Zeit, zu erfüllen. Der Grund dieser Bestimmung, die keine Tendenz hat, das Differenzgeschäft zu begünstigen, ist einfach der, daß der Kommissionär berechtigt sein soll, wenigstens, wenn er, um seine Verpflichtungen erfüllen zu können, am letzten Tage effektiv gekauft hat, dem säumigen Kontrahenten den Preis, den er angelegt hat, zu berechnen. Ich muß sagen, daß das nicht gut anders geht. In den meisten Fällen werden einigermaßen zahlungsfähige Häuser die Papiere, die der Kommittent nicht abgenommen hat, am Stichtage selbst bezahlen und zur Verfügung des säumigen Kommittenten halten, am nächsten Tage aber für seine Rechnung verkaufen. Ist die Summe, mit der der Kommittent im Rückstande geblieben ist, eine übermäßig große, so wird selbst eine größere Firma nicht in der Lage sein, das Geld auszulegen, sondern an dem betreffenden Tage verkaufen müssen, auf die Gefahr, daß der Kommittent um 6 Uhr Abends doch kommt.

Sachv. **Schröter:** Zu Punkt 1 stehe ich ebenso, wie die beiden anderen Herren, und über den zweiten Punkt habe ich nichts zu sagen.

Sachv. **Finck:** Mit Punkt 1 würde ich vollkommen übereinstimmen, zu Punkt 2 ist mir kein Fall vorgekommen, so daß ich darüber nichts zu äußern in der Lage bin.

Sachv. **Volkmar:** Ich habe nichts zu sagen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wir sind nunmehr fertig und es bleibt mir nur übrig, den Herren Sachverständigen für Ihr Erscheinen und die uns gegebenen Aufklärungen bestens zu danken. Herr Kammergerichtsrath Volkmar, Sie werden wohl noch erscheinen müssen, um über die heute nicht berührten Fragen vernommen zu werden. Ich bitte die Herren, sich versichert zu halten, daß wir ihre Ausführungen in der objektivsten Weise würdigen werden.

(Schluß 4¼ Uhr.)

Zwanzigster Verhandlungstag.

(Dreiundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Donnerstag, den 23. Juni 1892.

(Den Vorsitz führt Herr Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp.)

Stellvertr. Vorsitzender: Meine Herren, wir haben die Ehre, heute fünf Sachverständige bei uns zu sehen; ich erlaube mir, Ihnen dieselben vorzustellen: Herr Justizrath Lesse, Herr Justizrath von Simson, Herr Lappenberg aus Hamburg, Herr Ladenburg aus Mannheim und Herr Sulzbach aus Frankfurt am Main.

Den Herren Sachverständigen sind ja die Fragebogen mitgetheilt. Ich möchte bemerken, daß Sie nicht unbedingt an diese Fragen gebunden sind, sondern daß Sie auch, namentlich die Herren Juristen, andere Erfahrungen, die Sie auf diesem Gebiete gemacht haben, zu unserer Kenntniß zu bringen berechtigt sind.

Ich möchte bitten, zunächst sämmtliche Fragen, die die Zulassung von Effekten zur Notiz, beziehungsweise die Emissionsthätigkeit umfassen, also sämmtliche Fragen unter Nummer 1, zum Gegenstande der Besprechung zu machen, und möchte Herrn Justizrath Lesse ersuchen, sich über diesen Punkt entweder im Allgemeinen oder im Speziellen zu äußern.

Sachv. **Lesse:** Wenn ich auf die Zeit vor 20 Jahren zurückblicke, so glaube ich, daß sich im Ganzen die Praxis bei der Zulassung von Papieren erheblich verbessert hat, und zwar durch die Bemühungen der Kaufmannschaft selbst. Wenn ich mich an die Gründerzeit erinnere, wo in Folge irgend eines Zeitungsartikels oder des Berichts eines Reporters so ziemlich ohne Weiteres die Sache an die Börse kam, natürlich auf Grund der Anzeige der Betheiligten, so tritt doch jetzt durch die Börsenkommission eine viel schärfere Prüfung ein, die, soweit mir bekannt und soweit ich von den Herren bestätigen gehört habe, ungefähr in der Richtung stattfindet, wie hier die Fragen gestellt sind.

Ich bin aber der Meinung, daß man nach manchen Richtungen hin die Praxis verschärfen kann, sei es durch Gesetze oder durch die Anordnungen der Börse selbst, daß Manches da noch gebessert werden kann.

Wenn zunächst unter Nummer 1a gefragt worden ist, ob die Mitwirkung staatlicher Behörden hierbei eintreten soll, so würde ich diese Frage allerdings verneinen, und zwar wesentlich aus demselben Grunde, aus dem man seiner Zeit von der staatlichen Genehmigung der Aktiengesellschaften Abstand genommen hat, weil die Leute sich dann darauf verlassen, daß der Staat Alles geprüft habe und nun volle Sicherheit vorhanden sei. Ich halte es für fast unmöglich, daß ein staatlicher Beamter oder eine staatliche Behörde mit erheblichem Erfolge dabei theilnehmen könnte.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte in Bezug auf diesen Punkt die Frage an den Herrn Sachverständigen richten, ob er der Auffassung ist, daß erhebliche öffentliche Interessen durch die Einführung namentlich von ausländischen Anleihen in großem

Beträge berührt werden, und daß die gegenwärtige Organisation beziehungsweise die Aenderungen, die er vorzuschlagen beabsichtigt, genügen, um dieses öffentliche Interesse in angemessener Weise zur Anerkennung und Berücksichtigung zu bringen.

Dann wollte ich einen Vorschlag, der uns hier entgegengebracht ist, zur Diskussion stellen. Es ist von einigen Herren Sachverständigen darauf hingewiesen worden, daß jetzt die Entscheidung über die Zulassung allein in den Händen der Börse und derjenigen liegt, die entweder von den Börseninteressenten oder von den Aeltesten der Kaufmannschaft gewählt sind. Es ist in Anregung gekommen, eine Erweiterung dieser Börseninstanz dahin eintreten zu lassen, daß auch unabhängige Leute in dieses Börsenkommissariat gewählt werden, namentlich also Großindustrielle, dann ferner Leute, die sich von dem Geschäft zurückgezogen haben, aber eine eingehende Kenntniß der Börsenverhältnisse besitzen, um auf diese Weise eine Gewähr dafür zu schaffen, daß auch die allgemeinen Gesichtspunkte eine angemessene Würdigung finden.

Wie würde der Herr Sachverständige sich zu diesen Fragen stellen?

Sachv. **Lesse:** Sind mit der ersten Frage staatliche oder andere Anleihen gemeint?

Stellvertr. Vorsitzender: Es handelt sich überhaupt um die Emission großer Anleihen, namentlich ausländischer, und es fragt sich, ob nicht durch diese die öffentlichen Interessen in erheblicher Weise in Mitleidenschaft gezogen werden können.

Sachv. **Lesse:** Gewiß, das glaube ich. Ich fürchte nur, daß die Mitwirkung der staatlichen Behörde darin nichts helfen wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie würden Sie sich zu dem anderen Vorschlage stellen?

Sachv. **Lesse:** Ja, was den anderen Vorschlag betrifft, so würde ich den für ganz zweckmäßig halten. Wenn z. B. Geschäftsleute, die sich zur Ruhe gesetzt haben, dabei mitwirken, so ist das ganz gewiß vortheilhaft.

Stellvertr. Vorsitzender: Und Großindustrielle, die vielleicht von irgend einem Gremium gewählt werden?

Sachv. **Lesse:** Das könnte auch zweckmäßig sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich, fortzufahren.

Sachv. **Lesse:** Was die Beträge der ausländischen Papiere betrifft, so ist ja ganz richtig, daß z. B. bei der neuen Aktiennovelle der Betrag erhöht worden ist. Ich muß aber sagen, ich übersehe es nicht, in welchen Apoints die einzelnen ausländischen Papiere ausgegeben sind. Ich möchte doch auch wieder das Publikum nicht beschränken, sich gute ausländische Papiere zu kaufen. An sich würde ich dem Gedanken, daß der Mindestbetrag etwas erhöht wird, nicht antipathisch gegenüberstehen; aber ich vermag es nicht zu übersehen, da ich nicht im Stande gewesen bin, mich darüber zu orientiren.

Stellvertr. Vorsitzender: Diese Orientirung kann ich Ihnen leicht geben. Es sind an der hiesigen Börse z. B. eingeführt: Aktien im Betrage von 100 österreichischen Gulden, ferner von 200 Francs; das sind die niedrigsten.

Sachv. **Lesse:** Ja, dann ist das allerdings mißlich. Allein nach der Höhe würde ich auch nicht die Bedeutung der Aktien und ihre Berechtigung zur Verbreitung beurtheilen, sondern dann würde ich davon Abstand nehmen, wenn es solche niedrigen Apoints bei an sich nicht schlechten Papieren giebt.

Stellvertr. Vorsitzender: Darüber besteht ja jetzt keine Prüfung, ob das an sich schlechte Papiere sind oder nicht. Die Prospektentheorie beruht ja auf der Auffassung, daß eine

materielle Prüfung der Bonität nicht eintritt. Also die Sache liegt jetzt so, daß die Gesetzgebung bei inländischen Aktien eine ganze Reihe von Kautelen zu Gunsten der Aktionäre geschaffen, gewisse Verschärfungen der Verantwortlichkeit vorgeschrieben hat, und daß sie gleichwohl im Interesse des kleinen Publikums die Ausgabe von Aktien unter 1000 Mark, abgesehen von gewissen Ausnahmefällen, nicht gestattet. Bezüglich der ausländischen Aktien besteht aber eine derartige Beschränkung nicht, obwohl die ausländischen Aktiengesellschaften einer solchen Kontrole wie sie die einheimische Gesetzgebung vorgeschrieben hat, nicht unterworfen sind.

Also Sie würden es gleichwohl nicht für angezeigt erachten, eine Erhöhung eintreten zu lassen?

Sachv. **Lesse:** Ja, nur weil ich befürchte, daß an sich gute Papiere damit ausgeschlossen werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber ist diese Befürchtung nicht für die inländischen Aktien dann auch zu hegen?

Sachv. **Lesse:** Nein, da würden ja doch nur für die neuen Aktien diese höheren Summen gefordert werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Es handelt sich hier natürlich auch nur um die Neueinführung von Effekten.

Sachv. **Lesse:** Ja, dann hätte ich nichts dagegen.

Stellvertr. Vorsitzender: Also im Uebrigen, für ausländische Obligationen und Anleihen wünschen Sie keine Festsetzung einer Minimalgrenze?

Sachv. **Lesse:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bitte dann fortzufahren.

Sachv. **Lesse:**

> „Soll für die Zulassung von Aktien der bisher grundsätzlich an den größten Börsen geforderte Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht werden?"

Ja, ich weiß nicht, ob die hiesige Börsenkommission da eine bestimmte Summe festgesetzt hat.

Stellvertr. Vorsitzender: Die hiesige Börse läßt nur Aktienunternehmungen zu, die mindestens 1 Million Aktienkapital haben. Auch an den anderen großen Börsen, namentlich in Frankfurt und Hamburg, wird an dieser 1 Million als Regel festgehalten; es kommen aber dort auch Ausnahmen vor. Einige Herren Sachverständigen haben überhaupt die Nothwendigkeit und Zweckmäßigkeit der Zulassung von Aktienunternehmungen unter einem erheblich höheren Betrage an der Börse negirt, respektive einige wünschen allgemein Aktienunternehmungen von der Börse auszuschließen, die unter 3 Millionen Kapital haben, weil sie sagen, derartige kleine Unternehmungen gehören nicht an die Börse. Andere Herren sind nicht so weit gegangen; sie sagten, für die großen Börsen, also für Berlin namentlich, würde die Erhöhung des Mindestbetrages des Grundkapitals auf etwa 3 Millionen angezeigt sein, dagegen möchten sie, daß die kleinen Unternehmungen, die weniger Grundkapital haben, an die Provinzialbörsen verwiesen werden, um auf diese Weise auch ihnen die Möglichkeit zu geben, an den Vortheilen des Börsenverkehrs Theil zu nehmen. Andere Herren Sachverständige sind allerdings auch der Ansicht, daß sich keine Festsetzung eines Mindestbetrages empfiehlt.

Sachv. **Lesse:** Ja, ich muß sagen, daß ich das für sehr schwierig halte, da einen Betrag festzusetzen. Man könnte damit wirklich einige Unternehmungen ausschließen, von denen man doch sagen muß, wie wünschenswerth es ist, daß sie an der Berliner Börse gehandelt werden. Ich würde in dieser Beziehung nicht von dem abweichen, was bisher gewesen ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich, sich zu d zu äußern.

Sachv. **Lesse:** Ich weiß nicht, ob es nicht schon Sitte ist, daß bei dem Antrag an die Börsenkommission die Verträge beigefügt werden müssen.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist vielfach Sitte, aber nicht überall.

Sachv. **Lesse:** Ich würde es für zweckmäßig halten, das allgemein anzuordnen. Ich gebe ja zu, daß das Publikum vielfach die Verträge nicht einsieht; ich habe wenigstens nicht gehört, daß davon ein erheblicher Gebrauch gemacht wird. Aber ich halte es doch für zweckmäßig, daß gerade der Börsenkommission das vorgelegt wird. Ich habe doch auch gehört, daß die Börsenkommission wohl in der Lage gewesen ist, Unternehmungen zurückzuweisen

(Stellvertr. Vorsitzender: Gewiß!)

und möchte daher nach allen Richtungen hin ihr die besten Informationen schaffen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann würden Sie sich auch für die Beifügung des Revisionsberichtes aussprechen, der ja unter Umständen nach dem Aktiengesetz zu erstatten ist?

Sachv. **Lesse:** Ja, obwohl ich sagen muß: nach meiner Erfahrung hat der Revisionsbericht allzu viel nicht zu bedeuten. Denn er wird zu kursorisch gefaßt.

Stellvertr. Vorsitzender: Für eine zwangsweise Veröffentlichung würden Sie nicht sein? Das würde wohl zu viel Kosten verursachen? Also in dem Prospekt oder als Anhang zum Prospekt diese Verträge und den Revisionsbericht zu veröffentlichen, dafür würden Sie nicht sein?

Sachv. **Lesse:** Nein!

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist auch von den meisten anderen Herren verneint.

Sachv. **Lesse:** Nun käme also die Abhängigmachung der Zulassung vom Verlauf eines gewissen Zeitraumes seit der Eintragung.

Ich entsinne mich aus meiner Praxis, daß es vor vielen Jahren hier sogar vorgekommen ist, daß die Eintragung der Gesellschaft noch nicht ganz perfekt war und doch schon angefangen wurde, in Aktien zu handeln. Das ist ja immer etwas sehr Mißliches, eine gewisse kurze Zeit nach der Eintragung würde ich allerdings für wichtig halten.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Eintragung wird jetzt doch wohl nur bewirkt, nachdem kein Zweifel über das Entstehen der Gesellschaft mehr obwaltet, und es ist wohl zweifellos, daß die Aeltesten Aktien eines Unternehmens nicht zur Notirung zulassen werden, wenn nicht die Eintragung bereits erfolgt ist.

Sachv. **Lesse:** Das ist richtig; das war zu einer Zeit, wo diese schärfere Prüfung noch nicht bestand.

(Stellvertr. Vorsitzender: Gewiß!)

Also das würde sich damit erledigen.

Ich möchte hier noch einen anderen Punkt zur Sprache bringen. Der ist mir lediglich auf Grund einer Zeitungsnotiz aufgestoßen, und ich habe mich etwas näher zu informiren gesucht. Es betrifft eine Frage, die wenigstens einigermaßen hierher gehört, ob man eine Zeit vorschreiben soll, daß die Aktien nicht an die Börse gebracht werden dürfen, wenn zunächst die Gründer der Gesellschaft sie Jahre lang sozusagen im Kasten gehabt haben, wenn sie selbst, respektive aus ihnen der Verwaltungsrath die Sache verwaltet hat und sie nun erst nach einigen Jahren mit der Festsetzung einer Dividende kommen, und dann aber gleich, sowie die erste Dividende festgesetzt ist, die Aktien an die Börse bringen. Da ist mir ein Fall aufgestoßen, der bezeichnend ist. Es ist die Schöneberg-Friedenauer

Terraingesellschaft. Die ist, wie ich aus dem Handelsregister gesehen habe, im Jahre 1889 gegründet. Es sind so ziemlich dieselben Personen, die sie gegründet haben, wenigstens mehrere von ihnen, im Verwaltungsrath. Zwei Jahre lang ist keine Dividende bezahlt, dann sind jetzt bei der letzten Feststellung 20 Prozent bezahlt, und dann sind die Sachen an die Börse gebracht. Das ist in der That ein Fall, wo, wie ich glaube, das Publikum sehr leicht über die Sache getäuscht werden kann, wenn auch nicht absichtlich —, das will ich ja nicht behaupten. Zunächst ist es ja schon mißlich, wenn man die Statuten der Gesellschaft einsieht — ich will das nur nebenbei sagen —, daß hier der Aufsichtsrath 8 Prozent bekommt und erst der Rest an die Aktionäre vertheilt wird.

(Zurufe.)

Es steht hier: 8 Prozent von dem durch die Bilanz festgestellten Reingewinn. Nun wirthschaftlich ist ja bei Terraingesellschaften die Festsetzung einer Dividende wohl immer etwas mißlich; denn es ist bekannt, es werden die besten Stücke zuerst verkauft, und der Werth des Grundvermögens vermindert sich. Eine solide Gesellschaft wie die Kurfürstendammgesellschaft giebt, soviel ich weiß, keine Dividende, sondern nur Kapitalrückzahlungen, was ja für Terraingesellschaften sicher der richtigste Modus ist. Hier wird also nun nach zwei Jahren von den Herren, die die ganze Sache doch erst an die Börse bringen wollen, eine Dividende festgesetzt, und dann wird sie gleich an die Börse gebracht. Die Aktien sind mit 155 an die Börse gebracht und sind, glaube ich, bis 163 in den ersten Tagen gestiegen. Dann haben einzelne Zeitungen sich allerdings sehr scharf über die Sache ausgesprochen. Ich weiß nicht, was das weitere Schicksal gewesen ist. Also ich meine nur, ob man nicht eine Vorschrift erlassen könnte, ob man nicht in den Fällen, wo man nach Absicht der Gründer der Gesellschaft zuerst doch nicht die Sache an die Börse hat bringen, sondern erst hat sehen wollen, wie sie sich entwickelt, sagen muß: wenn ihr erst, nachdem einmal Dividende gezahlt worden ist, an die Börse kommt, dann müßt ihr einige Jahre abwarten, damit man wenigstens ungefähr in der Lage ist, eine Uebersicht zu gewinnen, was denn diese Gesellschaft wohl für einen Werth hat. Daß man von einem Jahre Dividende festsetzt und sie dann an die Börse bringt, scheint mir wirklich unzulässig zu sein. Ich weiß nicht, ob Sie dieser Ansicht sind, aber mir stieß dieser Fall auf, und ich wollte die Frage zur Sprache bringen, ob es nicht richtig wäre, zu sagen, solche Sachen dürfen erst an die Börse gebracht werden, wenn die Dividendenfestsetzung einige Jahre hintereinander stattgefunden hat.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Dividendenfestsetzung wird wohl auch hier einige Jahre stattgefunden haben, denn die Aktiengesellschaft hat ja schon mehrere Jahre bestanden.

(Sachv. Lesse: Jawohl!)

Aber der Gesichtspunkt, daß es bedenklich ist, wenn dieselben Personen, die Jahre lang Mitglieder des Aufsichtsrathes und der Direktion gewesen sind, die Aktien nachher an die Börse bringen, ist ja gewiß beachtenswerth, um so mehr, als ja in einem solchen Falle die Festsetzung, namentlich einer einmaligen Dividende, ohne die gesetzlichen Bestimmungen zu verletzen, doch außerordentlich zweifelhaft für die Beurtheilung des Werthes eines Unternehmens ist. Wir haben ja gelesen, wie die Sachverständigen beim Polke'schen Prozeß aussagten: es hätte auch ebenso gut eine sehr viel höhere Dividende festgesetzt werden können. Auch von einem der anderen Herren Sachverständigen ist darauf aufmerksam gemacht worden, daß die Emission nur eine momentane Lage der Geld- und Kreditverhältnisse berücksichtigt. Es würde also, wenn z. B. eine gute Meinung für Montanwerthe besteht, eine künstlich hohe Dividende natürlicher Weise das Publikum über den Werth eines Unternehmens täuschen können. Aber ich weiß nicht, wie der Herr Sach-

verständige seine Vorschläge formuliren will. Denn der Umstand, daß nur ein Jahr eine Dividende vertheilt ist, glaube ich, wird doch kaum eine Veranlassung bieten, einzugreifen.

Mit dieser Frage war bezweckt, zu verhindern, daß Unternehmungen, die vielleicht erst ein halbes Jahr oder ein Jahr Aktiengesellschaften geworden sind, bei denen man also noch nicht wissen könnte, ob sie überhaupt entwicklungsfähig sind, an die Börse gebracht werden. Ich weiß nicht: ist in dem bezüglichen Prospekt gesagt, daß zwei Jahre hindurch keine Dividende gezahlt ist? Wollen Sie die Güte haben, vielleicht einmal im Prospekt nachzusehen.

(Geschieht.)

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nr. 7 der leitenden Gesichtspunkte verlangt bei Aktiengesellschaften die Angabe der Dividende bis auf längstens fünf Jahre hinaus, und ich glaube, daß es allerdings hier angegeben ist, wie sich die Bilanzen in den Jahren des Bestehens gestellt haben; ich weiß es allerdings nicht.

Sachv. **Lesse:** Ja, ich gebe zu, daß eine Prüfung auf die Dividenden stattgefunden haben muß. Aber der Fall ist gerade so kraß, daß nun, nachdem zum ersten Mal eine Dividende gezahlt ist, die Sachen an die Börse gebracht werden. Bisher hat man ja vielleicht noch keine Geschäfte gemacht. Es pflegt sich ja für ein Terrain in einer Gegend erst mit der Zeit eine gewisse Liebhaberei zu entwickeln. Also da ist die Dividendenzahlung einem gewissen Wechsel unterworfen.

Stellvertr. Vorsitzender: Um welche Gesellschaft handelt es sich?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Die Schöneberg-Friedenauer Terraingesellschaft.

Stellvertr. Vorsitzender: Würde es nicht angezeigt sein, bei derartigen Gesellschaften überhaupt die Dividendenzahlung zu unterlassen? Denn es ist ja gewiß keine Dividende, die auf Grund der Bestimmungen des Aktiengesetzes festgestellt ist: es ist eine Zurückzahlung des Kapitals. Das kann bei anderen Unternehmungen auch der Fall sein. Es muß z. B. eine Pferdebahn, die eine Konzession auf 20 Jahre hat, einen Theil ihres Kapitals zurücklegen, weil nach 20 Jahren ihre Existenz aufhört.

Also die Mittheilung ist da wohl gemacht?

Sachv. **Lesse:** Ja, es ist angegeben: Die Bilanz dieses Jahres — das war das vorige Jahr 1890/91 — ergab einen Gewinn von 59 000 so und so viel Mark, welcher auf neue Rechnung vorgetragen wurde.

Stellvertr. Vorsitzender: Das bezieht sich nur auf das eine Jahr?

Sachv. **Lesse:** Das ist für das Jahr vorher. Es sind zwei Geschäftsjahre gewesen. Aber man sieht ja daraus, daß das nicht verschwiegen ist, sondern nun kommt das nächste Jahr —

Stellvertr. Vorsitzender (unterbrechend): Sie kann erst 1890/91 gegründet sein.

Sachv. **Lesse:** Es ist immer von April gerechnet. April 1889/90, 1890/91, und der Bericht ist vom Mai 1892.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte einmal an den Herrn Sachverständigen eine Frage stellen.

Also die leitenden Gesichtspunkte wünschen oder beanspruchen die Angabe der erzielten Dividende bis auf längstens fünf Jahre hinaus gerechnet. Nun weiß ich nicht recht, was dem Herrn Sachverständigen hier am schlimmsten erscheint, ob der Umstand, daß die Leute eine Dividende geben und darauf hin die Aktien an die Börse bringen, oder ob er es für weniger

schlimm erachten würde und einen Hinderungsgrund darin nicht gefunden hätte, wenn sie keine Dividende gegeben hätten.

Sachv. **Lesse:** Nein, einen Hinderungsgrund nicht. Dann würden sie es aber nicht ausgegeben haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so hat er vorzugsweise aus der Identität der Persönlichkeiten das Bedenken hergeleitet, daß bei Berechnung der Dividende, die in der Höhe von 20 Prozent festgestellt ist, in der That auch nach richtigen kaufmännischen Grundsätzen verfahren ist.

Sachv. **Lesse:** Ja, ich habe erzählt, daß der Fall so liegt. Es sind im Wesentlichen dieselben Persönlichkeiten, die das Unternehmen gegründet haben. Ich wollte nur den Fall charakterisiren, und für mich war eigentlich die Hauptsache die: genügende Information für das Zeichnen ist doch nicht die Dividende dieses einen Jahres, und wenn man sich sagen muß, daß die Gründer der Gesellschaft es in der Hand haben, wie sie die Dividende festsetzen wollen, so ist es mir bedenklich, wenn nun die Sachen an die Börse gebracht werden, nachdem erst einmal und nicht mehrere Jahre die Dividende gegeben und der öffentlichen Kenntniß anheimgegeben ist, was denn aus der Gesellschaft herausgekommen ist. Ich gebe zu, daß es etwas Willkürliches hat, wenn man sagen würde: solche Sachen könnten erst nach mehreren Jahren an die Börse gebracht werden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Darauf geht eben meine Frage. Es ist mir so erschienen, als ob der Herr Sachverständige daraus kein Bedenken herleiten würde, wenn die Gesellschaft im zweiten Jahre auch Null-Dividende gegeben hätte. Daraus aber, daß sie im zweiten Jahre 20 Prozent Dividende gegeben hat, leitet er Bedenken ab, und daraus würde ich schließen, daß er die Bestimmung formuliren wollte: die Gesellschaften, die keine Dividende geben, dürfen ihre Aktien an die Börse bringen; andere aber, die Dividende geben, müssen mindestens fünf Jahre lang Dividende gegeben haben, ehe sie ihre Aktien an die Börse bringen, und daraus würde man denn vielleicht doch zu der Auffassung kommen, daß man organische Statuten dahin machen will, daß die nutzbringenden Gesellschaften von der Börse ferngehalten werden, diejenigen aber, die keinen Nutzen haben, der Börse zugeführt werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Bestimmung, daß Gesellschaften, die fünf Jahre hindurch keine Dividende gebracht haben, nicht an die Börse kommen dürfen, könnte man sich wirklich sparen, weil dieses wohl ohnehin nie geschehen wird.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Sie würden es sonst aber nicht können.

Sachv. **Lesse:** Es ist ja sehr bezeichnend, daß zuerst nichts gegeben ist und nach der Situation nichts gegeben werden konnte, und nun kommt das eine Jahr, wo Geschäfte gemacht und Dividende vertheilt ist, und darauf werden die Sachen gleich an die Börse gebracht. Das ist für das Publikum etwas recht Bedenkliches; das kann ich nicht leugnen. Wenn eine Dividendenvertheilung von mehreren Jahren vorliegt, so kann man doch eher einen Schluß ziehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte fragen: stammt nicht diese Emission aus einer Zeit vor Festsetzung der allgemeinen Bestimmungen?

Sachv. **Lesse:** Sie ist vom Mai dieses Jahres.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es steht ja allerdings ausdrücklich unter den leitenden Gesichtspunkten: Angabe der erzielten Dividende bis auf längstens fünf Jahre zurückgerechnet. Ich weiß nicht, woher der Prospekt zu dieser Abweichung gekommen ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Prospekt enthält, wenn ich richtig verstanden habe, nur die Angabe der Dividende eines Jahres.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nein, auch der früheren Jahre.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es würde also gesagt werden müssen: In früheren Jahren ist keine Dividende gegeben.

Stellvertr. Vorsitzender: Herr Geheimrath Frentzel sagt, das stände darin.

Sachv. **Lesse:** Ich finde sogar noch das Jahr 1889. Es heißt also:

> „Das Geschäftsjahr 1889/90 war ausschließlich den vorbereitenden Arbeiten gewidmet und schloß mit einem Verlust von 8771 Mark."

Also das erste Jahr schloß mit einem Verlust, und es war, wie hier gesagt ist, den vorbereitenden Arbeiten gewidmet. Nun kommt das Jahr 1890/91. Da ist schon verkauft worden, und da heißt es:

> „Die Bilanz dieses Jahres ergab einen Gewinn von 59631 Mark, welcher auf neue Rechnung vorgetragen wurde."

Nun kommt das letzte Jahr. Da ist die Bilanz überreicht, und die ergiebt 20 Prozent.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist außerordentlich schwierig. Eine andere Meinung geht ja gerade nach der entgegengesetzten Seite. In dem Gutachten, welches Herr Justizrath Leoy für den Juristentag erstattet hat, wird eine obligatorische Sperrfrist zwischen der Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und der Einführung der Aktien an der Börse verlangt. Man sieht also aus dem, was Herr Justizrath Lesse vorbringt, daß unter Umständen, wenn etwas derartiges eingeführt würde, gerade wieder entgegengesetzt nun die Gründer in der Lage sind, indem sie eine bestimmte Dividende herausgreifen, den Zeitraum zu benutzen und nun zu emittiren.

Würden Sie denn den Vorschlag, den Herr Leoy gemacht hat, befürworten, Herr Justizrath?

Sachv. **Lesse:** Welchen Vorschlag?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Also Leoy macht den Vorschlag, daß immer zwischen der Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und der Einführung an der Börse eine bestimmte sogenannte Sperrfrist liegen sollte — er bemißt sie auf sechs bis neun Monate — sodaß also eine bestimmte längere Zeit vergeht. Das würde natürlich die Konsequenz haben, daß nun die Gründer verhindert wären, einen Zeitpunkt zu benutzen, der zwischen der Eintragung und diesen neun Monaten läge, also verhindert wären, sofort das Unternehmen ins Leben zu rufen und eine augenblickliche günstige Konjunktur zu benutzen, um ein Unternehmen zu gründen oder zu finanziren, welches sie sonst überhaupt nicht gegründet oder finanzirt hätten, und das schien der hervorragend wichtige Gesichtspunkt zu sein, indem man glaubte, daß in kritischen Zeiten auf diesem Wege eine Gründung viel eher eingeschränkt werden könnte, indem es den Gründern nicht zu leicht gemacht würde, einen augenblicklichen Zeitpunkt zu benutzen. Nach den Erfahrungen wissen wir ja, wie sehr in solchen Zeiten darauf gedrängt wird, Alles äußerlich fertig zu machen, damit man womöglich den zweiten oder dritten Tag, den man noch beherrscht, dazu benutzen kann, die Sache unter das Publikum zu bringen.

Mir will nun nach dem was Sie hervorheben, scheinen, daß Bedenken sich auch dann zeigen, wenn gerade erst nach einer bestimmten Zeit die Gründer erst mit ihren Aktien hervortreten dürfen. Sollte nicht aber doch der Leoysche Gesichtspunkt der vorwiegendere sein?

Sachv. **Lesse:** Ja, auf der anderen Seite kann doch dadurch wieder Manches verhindert werden, was zweckmäßig gegründet wird, wenn man allgemein bestimmt, es darf nichts an die Börse kommen, was nicht schon sechs oder acht Monate besteht. Bei einer Gründung, die sofort an die Börse kommt, weiß ja auch das Publikum: wir haben dafür keinen Anhalt, ob das nun hohe oder geringe Dividende geben wird. Da weiß Jeder, das ist eine reine Sache der Spekulation, der arbiträren Schätzung. Ich würde deshalb für eine solche Zeit nicht sein. Denn das hat für mich lediglich etwas Willkürliches, ob das sechs oder acht Monate sind. Dagegen wo dem Publikum ganz offen gesagt werden soll, wie diese Gesellschaft reüssirt — und das geschieht ja hier ganz offen —, da, sage ich, müßte eine längere Zeit sein, damit das Publikum sich ungefähr einen Vers daraus machen kann: was wird denn wohl aus der Gesellschaft werden? Aus einem solchen Prospekt hat es diese Möglichkeit nicht.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir können dann wohl zu f übergehen.

Sachv. **Lesse:** Die Verantwortlichkeit für den Prospekt würde ich befürworten. Ich glaube, daß diese Verantwortlichkeit ebenso, wie bei den Aktien, auch bei den Emittenten von großen Papieren, Anleihen u. s. w. wohl am Platze ist. Ich würde allerdings den Emittenten nicht die Verpflichtung auferlegen, den Preis anzugeben, für welchen sie das Papier erworben haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir wollen erst einmal die Verantwortlichkeit behandeln. Ich möchte nur Ihre Ansicht fixiren. Sie sind wohl der Ansicht, wenn ich Sie recht verstanden habe, daß das Emissionshaus nicht so weit haften soll, wie das Aktiengesetz es vorschreibt, sondern daß das Emissionshaus nur für die Beachtung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns haftbar sein soll. Das ist ja weniger, als das Aktiengesetz es vorschreibt. Damit würden Sie sich begnügen?

Sachv. **Lesse:** Damit würde ich mich begnügen.

Stellvertr. Vorsitzender: Das würden Sie auch für ausreichend und für gerechtfertigt erachten?

Sachv. **Lesse:** Ja, ich wollte da nur zu Punkt g hinzufügen: den Preis anzugeben, so weit würde ich nicht gehen. Bei dem Aktiengesetz, bei den Illationen ist es ja ganz etwas Anderes. Da soll man wissen, was die Masse, die in diese inserirten Objekte hineinkommt, ungefähr werth ist. Daß man aber den Kaufmann unter allen Umständen verpflichten soll, anzugeben, was er dafür gegeben hat, geht zu weit.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich, sich zu h zu äußern.

Sachv. **Lesse:** Zu h sollte ich glauben, daß es nicht nöthig ist, den Prospektenzwang auf Konvertirungen auszudehnen.

Stellvertr. Vorsitzender: An sich sind ja die Konvertirungen, namentlich ausländischer Anleihen, mit gewissen wirthschaftlichen Nachtheilen für die inländischen Besitzer dieser Anleihen verbunden, und man kann wohl sagen, es ist berechtigt, daß das Börsenkommissariat eine Anleihe zugelassen hat, die sechsprozentig ist, weil das Risiko, das mit dem Kauf der Anleihe übernommen wird, durch den höheren Zinsfuß gedeckt wird; dagegen würde es vielleicht eine Anleihe von 4 Prozent, die sonst die gleichen Bedingungen gewährt, nicht zugelassen haben. Es wird übrigens auch behauptet, daß in manchen Fällen hoch verzinsliche Anleihen zur Emission gelangten und, nachdem das Privatpublikum sie nun im Besitz hatte, die Konvertirung stattfand. Ich glaube, fast alle Herren Sachverständigen haben sich für die Berechtigung und Nothwendig-

keit des Prospektenzwangs bei Konvertirungen ausgesprochen. Es ist ja auch jetzt schon in vielen Fällen die Uebung. Es ist nur da nicht die Uebung, wo es sich um vollständig gleiche Bedingungen handelt.

Sachv. **Lesse:** Dann will ich mich da fügen. Ich habe nicht gewußt, was in der Praxis besteht. Wenn die Herren aus dem Handelsstande sich so ausgesprochen haben, daß sie das für zulässig halten, so ist es ja gewiß sehr gut, wenn auch in diesem Falle ein Prospekt gefordert wird. Bei Kapitalserhöhungen würde ich es auch befürworten; denn das ist manchmal von größerer Bedeutung.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist dieses auch meistens bereits der Fall.

Dann zu i. Diese Frage beruht auf folgender Erwägung: Der Prospektenzwang beabsichtigt weiter nichts als eine Prüfung, ob die Angaben in dem Prospekt richtig und vollständig sind. Die Prüfung der Bonität des Unternehmens soll dagegen allein dem Publikum überlassen werden. Nun wird behauptet, daß, wenn die Emission von Anleihen oder auch von Aktien genehmigt wird, sofort nachdem der Prospekt eingereicht ist, und unmittelbar darauf die Papiere an die Börse gebracht werden, dann dem Publikum die Möglichkeit einer Prüfung entzogen ist und damit der ganze Zweck des Prospekts hinfällig wird.

Sachv. **Lesse:** Ja, da würde ich wenigstens nur für die Festsetzung einer ganz kurzen Zeit sein, so daß damit doch auch das geschäftliche Interesse nicht geschädigt wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann zu k.

Sachv. **Lesse:** Ich würde es für zweckmäßig halten, daß nicht vor der Zutheilung der Zeichnung gehandelt wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Und aus welchem Grunde?

Sachv. **Lesse:** In früherer Zeit ist das, wie ich weiß, geschehen. — Erstens muß doch Jeder wissen, was er bekommen hat, und bei dem, was in die Zeit vor der Zeichnung fällt, steht ja noch gar nicht fest, wer überhaupt gezeichnet hat.

Stellvertr. Vorsitzender: Behauptet wird ja — von dem Gesichtspunkte aus ist auch die Frage gestellt —, daß die Emissionshäuser vielfach Agiotage damit treiben und während sie die Effekten zur öffentlichen Zeichnung auflegen, sie sich bemühen, an der Börse einen höheren Kurs zu erreichen, und daß damit das Ergebniß der Zeichnung und die Berücksichtigung der einzelnen Zeichner geändert würde. Dieser Gesichtspunkt ist auch für Ihre Erwägung maßgebend?

Sachv. **Lesse:** Ja, das ist damals in der Gründerzeit in den siebziger Jahren vielfach behauptet worden und vorgekommen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Herrn Justizrath von Simson, sich über diese Fragen zu äußern.

Sachv. **von Simson:** Ich möchte mir erlauben vorauszuschicken: ich erachte es nicht für meine Aufgabe, über solche Punkte zu sprechen, die lediglich börsentechnischer Natur oder nationalökonomischen Inhaltes sind, weil ich auf beiden Gebieten eben keine weitere Kenntniß besitze, als sie zur Ausübung meines Berufes erforderlich ist, und am allerwenigsten annehmen darf, den Herren irgend etwas vortragen zu können, was ihnen im Laufe dieser Verhandlung nicht schon sehr häufig vorgekommen ist. Ich werde mich daher mit Genehmigung des Herrn Präsidenten sowohl hier als in allen andern Fällen darauf beschränken, anzuführen, wo und inwieweit mir etwa auf dem Gebiet meiner speziellen Thätigkeit Anlaß gegeben worden ist, Bedenken zu theilen oder ein Bedenken für nicht vorhanden zu erachten.

Ich möchte auch hier gleich vorweg bemerken, daß ich auf Grund meiner anwaltlichen Erfahrung auf dem vielleicht für sehr radikal gehaltenen Standpunkt stehe, von allen gesetzlichen und staatlichen Kautelen gegen die Ausnutzung des Publikums durch den Handelsstand, soweit sie beabsichtigt wird, sehr wenig zu halten. Meine persönliche Erfahrung geht dahin, daß selbst das eingreifendste aller dieser Gesetze, nämlich die Aktiennovelle vom Jahre 1884, in dieser Beziehung einen außerordentlich geringen Wandel geschaffen hat. Manche Bestimmungen sind ja zweifellos verbessert worden. Ich rechne dazu an erster Stelle die Unmöglichkeit des Inslebentretens einer Aktiengesellschaft ohne ein wirkliches Grundkapital. Dagegen halte ich von allen sogenannten Gründerverantwortlichkeiten außerordentlich wenig, und soweit meine Erfahrung auf diesem Gebiete geht, die ich allerdings für keine umfassende erklären darf, sind auch hier diejenigen Gesellschaften, die sich in den zweifelhaftesten Verhältnissen befinden, mit den allerbesten Pässen versehen, gleichwie bekanntlich die Vagabunden die ordnungsmäßigsten Polizeipapiere in Händen haben.

Von diesen Gesichtspunkten aus kann ich mich nicht dafür aussprechen, diejenigen Vorschriften, welche die Aktiengesetzgebung zum Schutze des Publikums gegen den Erwerb minderwerthiger Aktien eingeführt hat, auszudehnen. Denn ich meine, insoweit sich, wenigstens nach meiner Ansicht, dergleichen Vorsichtsmaßregeln nicht bewährt haben, liegt auch keine Ursache vor, sie weiter auszudehnen und damit in dem Publikum den Glauben zu erregen, daß es in der That durch diese gesetzlichen Bestimmungen ausreichend geschützt und einer eigenen verantwortlichen Prüfung überhoben sei.

Ich bin deshalb von allen den hier gestellten Fragen nur für die bejahende Beantwortung derjenigen, welche den Zweck hat, die Aeltesten bei der Zulassung von Papieren zum Handel an der Börse mit ausreichenden Informationen zu versehen. Ich halte es also für gewiß zweckmäßig und gut, wenn in diese leitenden Bestimmungen auch diejenige aufgenommen wird, daß die Verträge über Apports und dergleichen, die nach Artikel 210 der Eintragungsanmeldung beiliegen müssen, auch in die Hände der zulassenden Verwalter der Börse kommen.

Dagegen habe ich wenigstens keinen Grund anzunehmen, daß die Mitwirkung einer staatlichen Behörde bei der Zulassung einen Nutzen schafft. Denn ich habe keine Erfahrung darüber, daß der Vorstand der Börse bei der Zulassung solcher Papiere mit minderer Sorgfalt oder Gewissenhaftigkeit verfährt, als ein Staatsbeamter, der etwa zu diesem Beruf kommittirt würde, verfahren wird.

Was den Punkt g angeht, so habe ich keine Erfahrung darüber, daß eine Regelung des Mindestbetrages oder die Fixirung eines Mindestbetrages für die Zulassung ausländischer Papiere eine juristisch zweckmäßige Maßregel sei. Ebenso wenig habe ich Ursache anzunehmen, daß der bisher geforderte Mindestbetrag des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft im Interesse einer öffentlichen Sicherheit erhöht werden müßte. Ich habe ingleichen keine Veranlassung zu der Voraussetzung, daß die Sicherheit sich steigern würde, wenn man den Verlauf eines gewissen Zeitraums, von der Eintragung einer Gesellschaft in das Register ab gerechnet, für erforderlich erklären würde, ehe man ihre Aktien zuläßt.

Der Fall, den mein verehrter Herr Kollege Lesse vorgetragen hat, giebt mir keine Ursache, an meiner Auffassung in dieser Beziehung etwas zu ändern. Ich glaube auch, es ist nicht richtig, daß man sagt: die hier zugelassene Gesellschaft hätte eine Dividende im Sinne des Aktienrechtes nicht vertheilen dürfen. Meiner Meinung nach ist das allerdings eine Dividendenvertheilung und eine zuläßige Dividendenvertheilung, und ich glaube, mein Herr Kollege übersieht, wenn ich mir den Ausdruck gestatten darf, daß es sich vielmehr um die wirthschaftliche Frage handelt, ob die Verwerthung eines gemeinschaftlichen Terrainbesitzes nicht zweckmäßiger in der

Form der reinen Liquidationsgesellschaft als in der Form einer Aktiengesellschaft mit Dividendenvertheilung erfolgt. Ich meine aber, in einem Falle wie in dem vorliegenden zeigt sich recht deutlich, daß es lediglich die Aufgabe des Publikums ist, nachzusehen, was es kauft. Wenn eine Gesellschaft publizirt: wir haben im Jahre 1889 eine Unterbilanz gehabt und im Jahre 1890 eine Dividende von 20 Prozent vertheilt, und wenn dieser selbe Prospekt angiebt, daß es sich um eine Terrainverwerthungsgesellschaft handelt, so wird jeder einsichtige, halbwegs urtheilsfähige Mensch sich sagen können, wie das wohl zusammenhängt, und danach wird er den Werth der Aktie bemessen müssen. Sollte er eine solche Aktie kaufen, unter der Voraussetzung, daß auch er nun für eine Reihe von Jahren wiederum auf eine Dividende von 20 Prozent zu rechnen hat, nun so würde er eben außerordentlich thöricht handeln und für diese seine Thorheit meines Erachtens zweckmäßig und im öffentlichen Interesse bestraft werden müssen.

Das halte ich für absolut unzulässig, die Emittenten zu zwingen, in dem Prospekt den Preis anzugeben, zu welchem sie das betreffende Papier übernommen haben. Meiner Auffassung nach könnte man mit dem nämlichen Recht von dem Schuhmacher verlangen, daß er den Preis angebe, zu welchem er das Leder erworben hat, und von dem Schneider den Preis, zu welchem er das Tuch eingekauft hat. Gerade die zweckmäßige Benutzung des Einkaufs- und des Verkaufswerthes bildet nach meiner Laienüberzeugung doch die Seele des Handels, und der Handel würde meiner Auffassung nach unmöglich gemacht und dadurch ein sehr großer wirthschaftlicher Nachtheil geschaffen werden, wenn man in so eminente Voraussetzungen des Handelsverkehrs gesetzgeberisch eingreifen wollte.

Ob es sich empfiehlt, den Prospektenzwang auf Konvertirungen und auf Kapitalserhöhungen auszudehnen, darüber habe ich selbst persönliche Erfahrungen nicht gemacht. Nach dem aber, was ich gehört habe, wird kein Bedenken entgegenstehen, sich der Auffassung der auf diesem Gebiete Sachverständigen anzuschließen und einen solchen Prospektenzwang auf Konvertirungen und Kapitalserhöhungen auszudehnen.

Ueber die Punkte i und k habe ich keine subjektiven Erfahrungen und möchte mich daher eines Urtheils darüber enthalten.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich den Herrn Sachverständigen Lappenberg um seine Aeußerung.

Sachv. **Lappenberg:** Wenn ich mich vom Hamburger Standpunkte aussprechen soll, so habe ich zu 1 nichts zu bemerken, sondern nur zu sagen, daß die Bestimmungen sowohl über die Kursnotirung wie über die Zulassung von Papieren zum Handel sich bewährt haben.

Ad a

„Soll eine Mitwirkung staatlicher Behörden bei der Zulassung eintreten?“

— davon möchte ich abrathen. Ich weiß nicht, wie die staatliche Behörde die Sachen genauer kontroliren könnte als die Mitglieder der Sachverständigenkommission, und ich halte es für geradezu bedenklich, insofern, als entweder die staatlichen Behörden die Sachen alle ganz von der Hand weisen werden oder wenigstens ganz außerordentliche Schwierigkeiten machen werden, denn das Publikum wird jedenfalls glauben, daß, wenn etwas von den staatlichen Behörden genehmigt ist, es unter allen Umständen etwas ganz Solides ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie einheitliche Bestimmungen über die Zulassung von Effekten zum Handel für sämmtliche Börsen Deutschlands als gerechtfertigt erachten, selbstverständlich unter Berücksichtigung gewisser lokaler Bedürfnisse? Würden Sie empfehlen, daß im Großen und Ganzen die allgemeinen Bedingungen einheitlich sind, namentlich auch, um das Bedenken zu beseitigen, daß Anleihen und

Effekten, die von der einen Börse ausgeschlossen sind, doch an einer anderen notirt werden?

Sachv. **Lappenberg:** Nein, ich finde, ein Papier sollte nur dann notirt werden, wenn wirklich ein Bedürfniß für die Notiz vorliegt, wenn sich das Publikum dafür interessirt, sonst sollte es nicht an der Börse zugelassen werden. Eine ganz einheitliche Handhabung läßt sich möglicher Weise durchführen. Aber natürlich sind ja die große Berliner und die kleine Hamburger Effektenbörse so verschieden geartet, daß es doch sehr schwer sein wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Halten Sie das für einen erwünschten oder empfehlenswerthen Zustand, daß z. B. hier eine Anleihe zurückgewiesen wird, und daß dann das Emissionshaus nach Frankfurt am Main oder Hamburg geht und dort die Zulassung erreicht, und daß somit auf diese Weise das, was der Börsenvorstand hier mit der Zurückweisung hat erreichen wollen, nicht eintritt, da es ja bei einem einheitlichen Wirthschaftsgebiet ganz gleich ist, ob das Effekt hier in Berlin oder in Frankfurt am Main oder in Hamburg zur Notirung gelangt?

Sachv. **Lappenberg:** Ich glaube, es würde sich von selbst ergeben, daß etwas, was hier zurückgewiesen wird, wenn der Sachverständigenkommission die Gründe dafür bekannt sind, auch in Hamburg so wie so nicht angenommen wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Es soll manchmal vorgekommen sein. Aber ließe es sich nicht in der Weise machen, daß man die Börsenvorstände verpflichtet, sich gegenseitig von Zurückweisungen Mittheilung zu machen, um auf diese Weise das zu hindern?

Sachv. **Lappenberg:** Gewiß würde das sehr zweckmäßig sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann wollte ich noch eine Frage stellen. Es ist von verschiedenen Seiten, auch von solchen, die die Frage 1a negirt haben, hervorgehoben, daß ein allgemeines staatliches Aufsichtsrecht etwa in den Grenzen, wie es in Preußen besteht, doch nöthig wäre, daß das aber auch genüge. Wie ist es in Hamburg? Würde in Hamburg der Senat berechtigt sein, die Notirung einer Anleihe z. B. zu verbieten?

Sachv. **Lappenberg:** Gewiß würde er meiner Ansicht nach dazu berechtigt sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie halten ihn dazu für berechtigt, und Sie halten auch in diesen Grenzen eine staatliche Aufsicht für angezeigt oder nicht?

Sachv. **Lappenberg:** Nein, ich halte es nicht für erforderlich; ich glaube, daß die Börse sich selbst helfen kann. Die Handelsbehörden haben es in der Macht, selbst ein Urtheil darüber zu fällen, und ich fürchte, daß eine staatliche Behörde eben auch nichts Anderes thun kann als — —

Stellvertr. Vorsitzender (einfallend): Wir wollen einmal von besonderen staatlichen Behörden absehen und nur das allgemeine staatliche Aufsichtsrecht in Betracht ziehen. Sie sagten, das bestände in Hamburg. Sie sind der Ansicht, daß der Senat befugt wäre — aus Gründen des allgemeinen Wohls natürlich —, in dieser Weise einzugreifen. Also wenn aus politischen oder wirthschaftlichen Gründen der Senat es für angezeigt erachtet, ein Papier zur Notirung nicht zuzulassen, so sagten Sie, wäre der Senat Ihres Erachtens zu einem derartigen Eingriff berechtigt. Halten Sie auch dieses staatliche Aufsichtsrecht in diesen Grenzen, unabhängig und abgesehen von der dauernden Mitwirkung bei der Emittirung für gerechtfertigt oder nicht?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, ich sehe nicht ein, warum nicht.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich fortzufahren.

Sachv. **Lappenberg:**

„Soll die Zulassung ausländischer Papiere zum Handel und zur Kursnotirung von einem Mindestbetrag der einzelnen Stücke abhängig gemacht werden?"

Ich halte das nicht für praktisch. Ich weiß nicht, aus welchem Grunde das geschehen soll, und ich fürchte, wir würden dadurch ausländische Anleihen nach fremden Börsen hintreiben. Es könnte ein sehr gutes Papier sein, das hier des Nominalbetrages wegen nicht zugelassen würde, das aber an anderen Plätzen bereitwillig Aufnahme fände, und andererseits würden wahrscheinlich Papiere gerade für den deutschen Markt zugespitzt werden, indem man, wenn das bekannt wäre, daß der Mindestbetrag so und so hoch sein müßte, die Papiere, welche man in Deutschland einzuführen wünscht, auf diesen größeren Betrag der Stücke ausschreibt.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Grund ist augenscheinlich der, um das kleine Publikum möglichst von dem Erwerb von Papieren fernzuhalten, deren Bonität es nicht beurtheilen kann. Das ist der legislatorische Grund, der die Gesetzgebung veranlaßt hat, bei Aktienunternehmungen eine Minimalgrenze vorzuschreiben, und wenn Sie sagen: man würde, wenn die Ausgabe von ausländischen Papieren unter einem gewissen Betrage verboten wäre, dann für Deutschland höhere Beträge festsetzen, so handelt es sich eben darum, ob eine derartige Bestimmung den Handel schädigen würde. Wenn Sie meinen, es würde dann einfach so gemacht werden, so könnte man daraus ja den Schluß ziehen, daß Sie eine Schädigung darin nicht erblicken. Ich glaube aber nicht, daß Sie das thun wollen.

Sachv. **Lappenberg:** Ich sage nur, daß der kleine Mann, wenn er spekuliren will, immer Mittel und Wege finden wird, das zu thun. Ich muß sagen, ich kann absolut keinen Grund einsehen, warum man die Appointo auf einen bestimmten Betrag normiren will.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist darauf hingewiesen, daß nach Ausweis des Kurszettels, namentlich in früherer Zeit, die kleinen Stücke, die Argentinier z. B., nicht unerheblich höher im Kurse standen, als die großen, sodaß daraus hervorzugehen scheint, daß vorzugsweise auch die kleinen Kreise diese Papiere, deren Bonität sie selbstverständlich nicht beurtheilen können, ankaufen.

Sachv. **Lappenberg:** Das ist sehr vorübergehend. Wenn viel Nachfrage nach kleinen Stücken vorhanden ist, ist der Kurs höher, in anderen Fällen nicht.

Stellvertr. Vorsitzender: Bitte fortzufahren.

Sachv. **Lappenberg:**

„Soll für die Zulassung von Aktien der bisher grundsätzlich an den größten Börsen geforderte Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht werden?"

Ja, dagegen habe ich auch Bedenken. In Hamburg lassen wir gewöhnlich nur solche Papiere zu, die mindestens 1 Million Kapital haben. Eine Ausnahme haben wir nur bei lokalen Papieren, bei kleinen lokalen Anleihen 2c. gemacht. Ich fürchte, daß, wenn man den Betrag höher setzen würde, das Aktienkapital sehr leicht darauf zugeschnitten werden könnte. Wenn man weiß, daß 3 Millionen erforderlich sind, um eine Notiz zu erlangen, so wird man sehr leicht geneigt sein, ein Aktienkapital, das sonst 2 Millionen betragen würde, auf 3 Millionen zu erhöhen und das ganze Unternehmen darauf zuzuschneiden und es dadurch sehr unsolide zu machen. Ich halte es nicht für erforderlich, daß man den Betrag erhöht.

Stellvertr. Vorsitzender: Das Bedenken würde überhaupt gegen die Feststellung einer jeden Grenze sprechen; aber je geringer die Grenze ist, desto häufiger würde das Bedenken Platz greifen.

Sachv. **Lappenberg:** Ja.

Stellvertr. Vorsitzender: Gleichwohl haben Sie diese Grenze in Hamburg festgesetzt.

Sachv. **Lappenberg:** Wir haben ausdrücklich gesagt: in der Regel, obgleich wir im Großen und Ganzen, wie gesagt, daran festhalten, um nicht jedes kleine Unternehmen, wovon es ja eine Unzahl giebt, in den Kurszettel zu bringen, weil wir glauben, daß diese nicht für die Aufnahme in den Kurszettel geeignet sind.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie fortfahren!

Sachv. **Lappenberg:** Sollen für die Zulassung von Aktien dem Prospekt auch die in Artikel 210 Nummer 1 des Handelsgesetzbuchs bezeichneten Verträge beigefügt werden?

Der Sachverständigenkommission müssen diese vorgelegt werden, das verlangen wir in der Regel. Ich würde nichts dagegen haben, sie auch für das Publikum auszulegen, würde aber nicht verlangen, daß sie auch veröffentlicht werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Und ebenso wohl auch mit dem Revisionsbericht?

Sachv. **Lappenberg:** Ja.

„Soll die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden?"

Wenn man da einen Zeitraum nehmen will, so müßte er jedenfalls ganz außerordentlich kurz bemessen sein. Wenn ich da auf die Sache zurückkommen darf, die vorhin erwähnt wurde, mit der Schöneberger Terraingesellschaft, so kenne ich diese Sache ja nicht; aber mir scheint doch vor allen Dingen, wenn ein solches Unternehmen nach 2 oder 3 Jahren erst an den Markt gebracht wird, daß es dann Aufgabe der Sachverständigenkommission ist — ich weiß nicht, ob diese Sachen hier in Berlin oder an anderen Plätzen notirt werden —, ganz genau zu prüfen, woher es rührt, daß sie in den vorhergehenden Jahren keine Dividende gegeben haben und jetzt auf einmal eine große Dividende geben.

Stellvertr. Vorsitzender: Es wird Ihnen bekannt sein, daß die Aeltesten der hiesigen Kaufmannschaft, beziehungsweise das Börsenkommissariat auf dem Standpunkt stehen, eine jede materielle Prüfung des Unternehmens und seiner Bonität abzulehnen.

Sachv. **Lappenberg:** Ja es steht aber ebenso gut darin, daß in dem Prospekt die in Betracht kommenden Verhältnisse ganz klargelegt werden sollen, und das scheint mir doch ganz entschieden dahin zu gehören.

Stellvertr. Vorsitzender: Eine weitere Klarstellung hätte ja allerdings verlangt werden können. Ich weiß ja nicht, wie weit das geschehen ist.

Dr. **Jürgens:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen recht verstanden habe, so will er nicht behaupten, daß die Sachverständigenkommission in Hamburg eine Prüfung der Bonität vornimmt. Das würde auch den leitenden Gesichtspunkten widersprechen. Sie beschränkt sich meines Wissens auf die formale Seite der Prüfung und überläßt die Prüfung der Bonität dem Publikum. Allerdings sollen in den Vorlagen, die der Sachverständigenkommission gemacht werden, die Sachen klar dargelegt werden. Ich glaube, das wird auch das sein, was er hat sagen wollen.

Sachv. **Lappenberg:** Ja. — (Fortfahrend):

„Ist bezüglich aller an der Börse gehandelten Papiere eine Verantwortlichkeit der Ankündigenden für den Inhalt des Prospekts gesetzlich einzuführen, beziehungsweise ist solche zu verschärfen?"

Ja, das ist eine Frage, die ich doch nicht so bejahen möchte. Wie weit soll die Verantwortlichkeit des Ankündigenden für den Inhalt des Prospektes gehen? Soll sie nur so weit gehen, wie es die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns verlangt, dann würde ich damit einverstanden sein. Wenn man aber sagen wollte, der Emittent soll überhaupt für den Inhalt des Prospekts verantwortlich sein, so ist das etwas, was z. B. bei auswärtigen Anleihen ganz unmöglich wäre. Es könnten ja die Verhältnisse in der Zwischenzeit sich geändert haben, und dann soll er immer noch für den Prospekt verantwortlich sein? Mehr als eine moralische Garantie kann man nicht verlangen,

Stellvertr. Vorsitzender: Zunächst möchte ich bemerken, daß von keiner Seite eine weitergehende Verantwortlichkeit als die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns verlangt worden ist. Von den Emissionshäusern — das will ich nicht verhehlen — wird ja auch schon eine derartige Verantwortlichkeit für außerordentlich bedenklich gehalten. Andererseits haben aber auch einige Sachverständige die Ansicht geäußert, daß nach den gegenwärtigen Prospekten die Emissionshäuser jetzt schon für diese Sorgfalt haften, und daß die Form, die jetzt meistens gewählt wird, wonach erst die Erklärung entweder des Gesellschaftsvorstandes oder irgend eines exotischen Ministers wiedergegeben wird und dann die Erklärung folgt: „auf Grund obigen Prospekts bringen wir diese Anleihe an den Markt" — daß diese Form gleichwohl dem Emissionshaus die Verpflichtung auferlegt, mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns die Angaben im Prospekt zu prüfen.

Sachv. **Lappenberg:** Ja, das wäre auch meine Ansicht.

„Soll im Prospekt der Preis angegeben werden, zu welchem das Papier von dem oder dem Emittenten übernommen worden ist?"

Das halte ich für unzulässig, aus den Gründen, die meine Herren Vorredner schon angeführt haben.

„Empfiehlt es sich, den Prospektenzwang auszudehnen auf alle Konvertirungen und auf Kapitalserhöhungen?"

Das möchte ich bejahen. Es ist auch eigentlich, wenigstens in Hamburg, bereits in Gebrauch. Es wird bei allen Konvertirungen und Kapitalserhöhungen gefordert. Ich verstehe es natürlich so, daß, wenn eine neue Serie von Pfandbriefen ausgegeben wird, die bereits im ersten Prospekt angekündigt war — also wir wollen einmal sagen, nach dem ersten Prospekt sollten 20 Millionen Pfandbriefe ausgegeben werden, es waren aber zunächst nur 10 Millionen ausgegeben, daß dann bei den zweiten 10 Millionen kein Zwang besteht, einen Prospekt zu veröffentlichen. Das ist aber auch wohl unter Kapitalserhöhung nicht verstanden.

„Soll eine längere Frist zwischen dem Aushang beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen müssen?"

Ich würde mich dagegen erklären. Der Aushang existirt übrigens bei uns in Hamburg überhaupt nicht.

Stellvertr. Vorsitzender: Ist Ihnen das Brüsseler Verfahren bekannt?

(Sachv. Lappenberg: schweigt.)

In Brüssel muß zunächst die Mittheilung an den Börsenvorstand gehen: ich beabsichtige das und das Papier auszulegen. Dann findet ein Aushang dieser Mittheilung während acht Tage statt, zu dem Zweck, um das Publikum und alle Betheiligten in die Lage zu versetzen, etwaige Bedenken und thatsächliches Material den entscheidenden Behörden zu verschaffen und zur Verfügung zu stellen. Erst nach Ablauf dieser Frist wird darüber entschieden, ob das Effekt zur Börse zuzulassen ist oder nicht.

Sachv. **Lappenberg:** Ja, ich halte das doch eigentlich für sehr bedenklich, denn es könnten ganz ungerechtfertigte Bedenken von irgend einer Seite geltend gemacht werden und dadurch die ganze Emission ins Wasser fallen oder geschädigt werden.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Ich glaube, es liegt doch ein Mißverständniß von Seiten des Herrn Sachverständigen vor. Diese Bedenken verpflichten ja in keiner Weise diejenige Börsenstelle, welche über die Zulassung zu entscheiden hat; also ungerechtfertigte Bedenken haben nicht die Folge, daß diese Stelle gezwungen wäre, die Zurückweisung des Papiers auszusprechen.

Sachv. **Lappenberg:** Das zwar nicht, aber das Papier kann doch auf diese Weise zurückgehalten und es kann die ganze Emission gestört werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Das kann allerdings geschehen. Aber würde man nicht annehmen können, daß nur diejenigen Emissionen gestört werden, die wirklich Angriffspunkte darbieten, und nicht unbedenklich sind? Herr Geheimer Rath von Cuny hat schon darauf aufmerksam gemacht, daß das Börsenkommissariat, also die Stelle, die die Entscheidung hat, und von der Sie doch auch annehmen, daß ihre Entscheidung stets sachlich berechtigt ist, unberechtigte Einwendungen nicht berücksichtigen und gleichwohl das Papier zur Börsennotiz zulassen würde.

Dr. **Jürgens:** Ich glaube, der Herr Sachverständige meint die Versäumniß in der Zeit. Auch ungerechtfertigte Bedenken bedürfen der eingehendsten Prüfung, ob und wie weit sie unberechtigt sind, und dadurch wird der Zeitpunkt der Emission außerordentlich verzögert.

Sachv. **Lappenberg:** Ja gewiß! Ich halte unser Verfahren eigentlich für das beste und praktischste.

Stellvertr. Vorsitzender: Also daß die Sachverständigenkommission die Zulassung sofort bewilligt? Finden Sie darin auch einen genügenden Schutz des Publikums und der öffentlichen Interessen, daß nicht Effekten an den Markt gebracht werden, die mehr oder weniger werthlos sind?

Sachv. **Lappenberg:** Das muß man dem Publikum ganz und gar überlassen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn nun aber heute der Prospekt ausgelegt und morgen zum Zeichnen aufgefordert wird, in welcher Frist soll sich das Publikum informiren und wie soll es sich informiren? Wenn man sich auf den Standpunkt stellt, daß es Sache des Publikums ist, zu prüfen, dann könnte man auch wohl verlangen, daß dem Publikum Zeit zur Prüfung gelassen wird.

Sachv. **Lappenberg:** Gewiß, es soll ihm auch Zeit gelassen werden. Das ist aber vorher auch schon gesagt. Bei der Frage:

„Soll die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraumes seit Eintragung der Gesellschaft ins Handelsregister abhängig gemacht werden?"

ist schon gesagt, es soll ein gewisser Zeitraum gegeben sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Es handelt sich ja hier nicht um Aktien allein, auch nicht um die Zulassung nach der Eintragung ins Handelsregister! Wenn Sie auch in dem letzteren Falle einer kurzen Frist eventuell nicht abgeneigt sind, so hat das Publikum gewiß keine Veranlassung, sich früher über die Bonität des Aktienunternehmens zu informiren, als bis die Aktien zur Zeichnung aufgelegt werden.

Sie wollen also keine längere Frist zwischen Einreichung und Genehmigung des Prospekts?

Sachv. **Lappenberg:** Nein!

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Herr Vorsitzende hat auf gewisse Modalitäten hingewiesen, in welchen sich die Vornahme der Prospektenprüfung in Brüssel von dem hiesigen Verfahren unterscheidet. Ich möchte der Aeußerung des Herrn Sachverständigen über diese Frage nicht vorgreifen, ich möchte ihn einfach nur fragen, ob ihm bekannt ist, daß in Brüssel etwa weniger unsolide Papiere zur Emission gelangt sind als in Berlin, oder ob nach Ihrer kaufmännischen Erfahrung nicht eigentlich dasjenige, was man hier als unsolide beziehungsweise auch schlechte Papiere bezeichnet, vorzugsweise in Brüssel beziehungsweise in Belgien zur Emission gelangt ist.

Sachv. **Lappenberg:** Ich kann mich nicht genau darüber aussprechen, weil ich die Brüsseler Verhältnisse nicht so genau kenne. Aber allerdings das habe ich verschiedentlich gehört.

Stellvertr. Vorsitzender: Daß auch dort unsolide Papiere zugelassen sind?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, daß solche Papiere am allerersten nach Brüssel gekommen waren, eher als nach Deutschland.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bitte, fortzufahren.

Sachv. **Lappenberg:**

„Soll der Handel per Erscheinen wenigstens insoweit verboten werden, als er in die Zeiten der Zutheilung oder doch vor der Zeichnung fällt?“

Das möchte ich eigentlich aus dem Grunde nicht zulassen, weil — —

Stellvertr. Vorsitzender (einfallend): Was nicht zulassen, den Handel oder das Verbot?

Sachv. **Lappenberg:** Das Verbot nicht zulassen. Ich meine, den Handel per Erscheinen würde ich zulassen aus dem Grunde, weil doch sehr viele Gesichtspunkte dafür sprechen können, selbst für einen etwas theureren Kurs sich einen Antheil an dem zur Emission gelangenden Papier zu sichern, als den gewünschten Betrag zu zeichnen, wo man vielleicht nachher nur den zehnten Theil davon bekommt. Ich sehe keinen Grund, weshalb man den Handel per Erscheinen nicht zulassen soll.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie halten das auch nicht nach anderen Richtungen für bedenklich?

Sachv. **Lappenberg:** Ich halte es nicht für bedenklich.

Stellvertr. Vorsitzender: Auch nicht, daß es die Agiotage fördert?

Sachv. **Lappenberg:** Nein!

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich die anderen Herren Sachverständigen.

Sachv. **Ladenburg:** Meine Herren, ich glaube, auch einige Worte vorausschicken zu dürfen.

Von so guter Wirkung auch die Aktiennovelle im Allgemeinen war, so glaube ich doch, hier vielleicht eine Bemerkung machen zu dürfen, nämlich die, daß die Qualität der Emissionshäuser seit Bestehen der Novelle erheblich gesunken ist. Ich glaube, daß sich das an der Hand von Prüfungen der Aktienemissionen seit 1884 wohl konstatiren läßt. Das weist darauf hin, daß man mit gewissen gesetzlichen Bestimmungen nur unter größter Sorgfalt vorgehen darf.

Ich stehe ferner auf dem Standpunkte, in unserer rasch pulsirenden Zeit und namentlich im Verkehrswesen so viel wie möglich die gesetzlichen Bestimmungen hintanzuhalten, wenn sich andere Organe finden, die für die Sicherheit, für die Richtigkeit des kaufmännischen Vorgehens eintreten, und solche Organe sind ja vorhanden. Ich will vielleicht zugeben, daß sie im Allgemeinen nicht scharf genug vorgehen, und nach dieser Richtung hin dürfte vielleicht die Enquete und dürften die

Folgerungen, die daraus gezogen werden können, einen wohlthätigen Einfluß haben.

Was die einzelnen Punkte anbelangt, ſo will ich mich bezüglich a kurz faſſen. Die Mitwirkung ſtaatlicher Behörden ſcheint ja überhaupt im Großen und Ganzen abgelehnt zu werden. Es könnte ſich ja nur um Normativbeſtimmungen handeln, um eine gewiſſe Einheitlichkeit in ganz Deutſchland herbeizuführen; dagegen ließe ſich ſchließlich nichta einwenden.

Was die Frage des Mindeſtbetrages anlangt, ſo ſcheint mir, daß das abſolut abgelehnt werden muß. Wir brauchen ja einfach nur einmal den Kurszettel zur Hand zu nehmen. Da ſehen wir ja eine Reihe von Papieren notirt, die ſich außerordentlich gut in Deutſchland eingebürgert haben, und noch keines jener Papiere hat irgendwie einmal zu Beſchwerden Veranlaſſung gegeben. Die Sache hängt auch in gewiſſem Sinne mit der Währungsfrage zuſammen; denn wenn wir z. B. franzöſiſche oder italieniſche Papiere von Frankreich oder Italien nach Deutſchland bringen, ſo haben wir jedenfalls mit dem Nominalbetrage von 1000 Francs oder 1000 Lirr zu rechnen. Das gäbe alſo 800 Mark. Wenn wir die Ziffer auf 1000 Mark feſtſetzen, ſo würden alle dieſe Papiere gewiſſermaßen verboten ſein. Ich bin entſchieden gegen eine derartige Beſtimmung.

Stellvertr. Vorſitzender: Es wird dem Herrn Sachverſtändigen aber bekannt ſein, daß auch Papiere ganz erheblich unter dem Betrage von 1000 Francs an den Markt gebracht ſind, und ich möchte an ihn die Frage richten, ob er die Betheiligung des kleinen Publikums gerade an dieſen Anlagen für erwünſcht hält.

Sachv. **Ladenburg:** Ja, wenn ich aus meiner eigenen Erfahrung ſprechen ſoll, ſo wäre das kein Punkt, der zu beſonderen Betrachtungen Veranlaſſung gäbe. Ich finde, das ganz kleine Publikum, worauf hier Rückſicht genommen wird, iſt auch äußerſt vorſichtig. Ich ſpreche ja ſelbſtverſtändlich von unſeren kleinen Verhältniſſen, ich ſpreche nicht von Berlin. Aber da wirken die Sparkaſſen in außerordentlich wohlthätiger Weiſe. Eine Reihe von Leute, die kein Verſtändniß von derartigen Papieren haben, geben ihr Geld einfach zur Sparkaſſe. Außerdem haben wir ja auch in Deutſchland durch die Hypothekenpfandbriefe, durch die verſchiedenen Anleihen Obligationen in kleinen Beträgen. Ich glaube nicht, daß dieſer Punkt beſondere Berückſichtigung verdient.

Was die Zulaſſung von Aktien anbelangt, reſpektive deren Mindeſtbetrag, ſo möchte ich da an meine einleitenden Worte erinnern: eine geſetzliche Beſtimmung in dieſer Beziehung halte ich für recht bedenklich.

Stellvertr. Vorſitzendrr: Es handelt ſich natürlich hier nicht bloß um geſetzliche Maßnahmen, ſondern auch um Maßnahmen, die auf dem Verwaltungswege erfolgen und die alſo auch jederzeit geändert werden können. Es handelt ſich hier um den Rath der Sachverſtändigen, ob ſich in dieſer Beziehung eine Theilung der Arbeit empfiehlt, daß man den großen Börſen die großen Unternehmungen und den Provinzialbörſen mehr die Provinzialunternehmungen überläßt.

Sachv. **Ladenburg:** Ja entſchieden. Ich habe meine Antwort ſo gegeben, um gleich der Frage, die der Herr Vorſitzende geſtellt hat, auszuweichen. Wir können hier nicht gewiſſe Beträge feſt beſtimmen, wir müſſen da an der Hand der Erfahrungen grben. 1 Million iſt jetzt einmal eingeführt, das hat ſich für die größeren Börſen ſo weit bewährt, daß eigentlich eine Aenderung in dieſer Beziehung kaum wünſchenswerth iſt. Ich habe nur den Geſichtspunkt, daß ich gewiſſermaßen als Vertreter einer Provinzialſtadt, einer kleinen Börſe auch dafür Sorge tragen möchte, daß auch die Aktien kleiner Unternehmungen irgendwo zur Notiz zugelaſſen werden. Ich wiederhole den Geſichtspunkt, den ich ſchon im Eingang ausgeſprochen

habe: ich halte es immer für besser, daß die Sachen durch die Börse gehen, als daß sie freihändig eigentlich unter der Hand geschehen. Denn den Handel können und wollen Sie auch wahrscheinlich nicht unterdrücken, und es ist darum viel besser, wenn organisatorisch die Dinge gemacht werden, als wenn sie ganz im Belieben der Einzelnen stehen. Dann kommen noch viel ärgere Dinge vor, als wir sie heute vielleicht an der Börse zu beklagen haben, wo wir immerhin unter dem Drucke, unter dem Einfluß der Oeffentlichkeit stehen, während jene Geschäfte ganz einfach unter der Hand gemacht werden und überhaupt zu Niemandens Kognition kommen.

Stellvertr. Varsitzendrr: Ich muß sagen, daß ich aus den Ausführungen des Herrn Sachverständigen noch nicht habe ersehen können, welche Stellung er dieser Frage gegenüber einnimmt. Er sagt: es wäre besser, wenn das organisatorisch geschähe und nicht in das Belieben des Einzelnen gestellt würde.

Sachv. **Ladenburg:** Der Handel!

Stellvertr. Vorsitzender: Ja, der Handel. Ich weiß nicht, was der Herr Sachverständige damit hat sagen wollen: „der Handel organisatorisch und nicht in das Belieben des Einzelnen gestellt?" Mir sind diese Ausführungen nicht ganz verständlich gewesen.

Sachv. **Ladenburg:** Ich sage Folgendes: wenn man den Handel an der Börse von einem Mindestbetrag des Aktienkapitals abhängig macht — also bleiben wir bei einer Million — so werden diejenigen Gesellschaften ausgeschlossen bleiben, die z. B. nur ein Aktienkapital von 600 000 Mark haben. Man kann dem Einzelnen nicht zumuthen oder von dem Einzelnen nicht erwarten, daß er in Folge dieser Bestimmung diesen Aktien gegenüber sich vollständig enthält, sie zu kaufen. Er kann ja Grund genug haben, sie zu kaufen. Nun sage ich, es ist immerhin besser, wenn der Kurs solcher Aktien an den Börsen, eventuell an den kleinen Börsen notirt wird, wo eine gewisse organisirte Form besteht — ich habe den Ausdruck vielleicht vorher nicht ganz richtig gewählt — so daß sie an der Börse gehandelt werden, wo solche Bestimmungen bestehen, als daß sie ganz freihändig gehandelt werden. Denn da entziehen sich doch diese Umsätze vollkommen der Kontrole, die durch die Oeffentlichkeit der Börse geschaffen ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Also Sie wollen überhaupt jede Minimalgrenze beseitigen?

Sachv. **Ladenburg:** Ich würde nicht für ein Minimum von 100 000 Mark sprechen, ich würde aber im Interesse des Provinzialgeschäfts doch für ein Heruntergehen von 1 Million eintreten.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie gefälligst fortfahren.

Sachv. **Ladenburg:** Bestimmte Vorschläge sind ja auch nach dieser Richtung nicht nöthig.

Also:

> „Soll für die Zulassung von Aktien der bisher grundsätzlich von den größten Börsen geforderte Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht werden?"

In dieser Beziehung habe ich nichts Besonderes zu erwähnen.

Es ist selbstverständlich, daß die Prospekte vorgelegt werden. Es ist hier schon erwähnt worden, daß die Verträge nicht zu veröffentlichen sind, denn das wäre ja eine ganz unnütze Auslage. Darüber herrscht eine, ich glaube wohl ziemliche Einstimmigkeit.

Was nun den Punkt e anbelangt, ja, da lege ich mir die Frage vor, ob der Vorschlag der hier gemacht wird, daß eine Aktiengesellschaft, um geboren zu werden, gerade so

alt sein muß wie ein Kind, nicht der Tod der Aktiengesellschaften ist. Denn, wenn die Emittenten oder wer es auch ist, wenn die Unternehmer ein Interesse daran haben, ihre Aktien weiterzugeben, so ist es ja unmöglich, 6 bis 9 Monate zu warten. Eine kurze Frist scheint mir angezeigt, aber eine Frist von verschiedenen Monaten ist unmöglich.

Meine Herren, ich glaube darauf aufmerksam machen zu dürfen — ich will ja ganz absehen vom Punkt der Agiotage — es handelt sich ja doch um die Frage der Kapitalbeschaffung. Wenn unsere Industrie die Form der Aktiengesellschaften für nöthig hält, gut, dann müssen wir auch dafür besorgt sein, daß sie sich das Geld dazu beschaffen kann, und wenn die Leute 6 bis 9 Monate warten sollen, bis dieser Fall eintritt, so werden sie eben diese Unternehmungen, die für das große Ganze, für die Volkswirthschaft, recht nützlich sein können, einfach im Entstehen tödten. Also eine kurze Frist dürfte genügen, um sich zu belehren, um den Zeichnern einen gewissen Zeitraum für die Kritik zu geben.

Stellvertr. Vorsitzender: Welche Frist würden Sie vorschlagen?

Sachv. **Ladenburg:** Ich bin mit der kürzesten Frist einverstanden.

Stellvertr. Vorsitzender: 48 Stunden?

Sachv. **Ladenburg:** Nein, das scheint mir etwas zu wenig; aber 5, 6 Tage, eine Woche.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann würde es keine erhebliche praktische Bedeutung haben.

Sachv. **Ladenburg:** Nein. Dieser praktischen Bedeutung, wie sie hier angedeutet ist, möchte ich am allerentschiedensten im Interesse der volkswirthschaftlichen Geschäfte Deutschlands entgegentreten.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir kommen zu f.

Sachv. **Ladenburg:** Ueber die Sorgfalt des ordentlichen Kaufmanns bitte ich nicht hinauszugehen; und die besteht. Ich glaube, eine Aenderung in diesem Sinne ist nicht erforderlich. Sollten weitergehende Dinge beschlossen werden, so glaube ich, daß wir das, was ich in Bezug auf die Aktien gesagt habe, dann auch in Bezug auf weitere Anleihen zu erwarten haben; es wird die Qualität der Emissionshäuser eine immer schlechtere werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich habe schon darauf hingewiesen, daß bis jetzt von keiner Seite eine Anregung gegeben ist, über die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns hinauszugehen. Ich glaube aber, der Herr Sachverständige befindet sich in einem Irrthum, wenn er annimmt, eine solche Verpflichtung besteht schon jetzt. Die besteht jetzt nicht. Die Rechtsprechung steht auf dem Standpunkt, daß die Emissionshäuser nur für dolus haften. Sie (zum Sachverständigen) halten aber die Haftung für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns für berechtigt?

Sachv. **Ladenburg:** Die würde ich konzediren.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie sind der Ansicht, daß das die Emissionsthätigkeit nicht wesentlich einschränkt?

Sachv. **Ladenburg:** Doch, ich bin der Ansicht!

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie auch der Ansicht sein, daß damit die Qualität der Emissionshäuser verschlechtert würde?

Sachv. **Ladenburg:** Entschieden!

Stellvertr. Vorsitzender: Dann weiß ich nicht, aus welchen Gesichtspunkten Sie das befürworten. Hier handelt

es sich doch nicht darum, gegenseitig Konzession zu machen, sondern um das, was man nach Abwägung aller Verhältnisse für richtig hält, und wenn Sie in dieser Beziehung nicht bloß die Interessen der Emissionshäuser abzuwägen haben, sondern die der Gesammtheit, so habe ich Sie vorhin verstanden, als wenn Sie für die Aufnahme einer Verpflichtung wären, mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns für die Angaben im Prospekt zu haften.

Sachv. **Ladenburg:** Ich habe mich in dieser Beziehung vielleicht in einem kleinen Irrthum befunden, daß ich dolus mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns für gleichbedeutend gehalten habe.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist allerdings ein sehr erheblicher Irrthum.

Sachv. **Ladenburg:** Ja, für uns Nichtjuristen — ich habe das immer so gedacht, daß die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns bei allen derartigen Projekten, namentlich wenn sie von guten Häusern ausgehen, gewahrt ist. Ich will also zugeben, daß ich so weit gehen würde, daß die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns gefordert würde, aber unter Hinweis auf die von mir vertretenen Anschauungen, und ich muß einräumen auf die spezielle Frage, die der Herr Vorsitzende an mich richtete, daß ich voraussehe, daß wir nach dieser Richtung eine Verschlechterung der Qualität der Emissionshäuser zu erwarten haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Ja, Sie sind aber bei Abwägung aller dieser Verhältnisse und auch der Interessen der Gesammtheit gleichwohl für — — —

Sachv. **Ladenburg** (einfallend): Nein, ich könnte es konzediren. Also wenn ich mich ganz präzis aussprechen soll, so würde ich mich für die Aufrechterhaltung des jetzigen Zustandes aussprechen.

Stellvertr. Vorsitzender: Also Sie würden dafür sein, daß die Emissionshäuser nur für dolus haften, und nicht für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen recht verstanden habe, so beruht das Bedenken, das er gegenüber dem Vorschlag hat, daß das Haftrecht in der Weise ausgedehnt würde, wie es in Frage steht, nämlich auf die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns — darin, daß er sagt, es könnte daraus eine Unsicherheit in der Rechtsprechung folgen: es könnte also beispielsweise einmal — ich weiß nicht, ob Sie so zu verstehen waren — ein Gericht von einem Emissionshaus fordern, daß es irgend eine weitere Prüfung der im Prospekt enthaltenen Angaben hätte eintreten lassen müssen, als es sie vielleicht thatsächlich hätte eintreten lassen können. Also z. B. bei überseeischen Emissionen, wo ein Finanzminister eines im Uebrigen vielleicht wenig bekannten Staates im Prospekt Angaben macht, würde das Gericht nun vielleicht sagen können: ja, du hast ohne Weiteres diese Angaben abgedruckt und hast die Prüfung eines ordentlichen Kaufmanns nicht eintreten lassen. Ich frage den Herrn Sachverständigen, ob dies im Wesentlichen — ich habe es nicht länger ausgeführt, um Sie nicht aufzuhalten — das ungefähr trifft, was Sie sagen wollten.

Sachv. **Ladenburg:** Ganz richtig! Ich wollte nur mit zwei Worten wiederholen: ich würde nach dieser Richtung hin nichts konzediren. Wenn es aber nöthig wäre nach den Erhebungen, die man in dieser Beziehung anstellen kann, so würde ich sagen, daß das die äußerste Grenze sein müßte. Ich möchte fast sagen, es sind so wenig Fälle vorgekommen, die eine Verbesserung in dieser Hinsicht erfordern, daß es überhaupt nicht nöthig ist.

Ich spreche mich also dahin aus, daß ich den jetzigen Zustand für unbedenklich halte.

Graf **Arnim:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er trotz der traurigen Erfahrungen der letzten Jahre mit Portugiesen, Argentiniern u. s. w. den Zustand für einen idealen hält, ob nicht der Wunsch berechtigt ist, nachzudenken, inwieweit wir die Emissionshäuser veranlassen sollen, ihrer Pflicht, das Publikum möglichst vor Schaden und vor Verlusten, die sich auf Millionen beziffern, zu bewahren, eingedenk zu sein, und wie weit es räthlich ist, das Gefühl der Verantwortlichkeit der Emissionshäuser zu stärken. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, Vorschläge zu machen, die eine schärfere Prüfung der Bonität der zu emittirenden Papiere ins Auge faßt. Wenn der Herr Sachverständige auf dem Standpunkte steht, daß der Zustand ein guter, ein idealer ist, dann brauchen wir natürlich keine Vorschläge zu machen.

Sachv. **Ladenburg:** Herr Graf, ich glaube, wir sind alle überzeugt, daß von einem idealen Zustand überhaupt keine Rede sein kann, und wir sind, glaube ich, auch davon alle überzeugt, daß jeder menschlichen Einrichtung Mängel anhaften, wie sie in der Zeit vorgekommen sind, die wir vor Kurzem erlebt haben, und wie wir sie alle 10, 20 Jahre wieder erleben werden, trotz unserer heutigen Berathung und der daraus entspringenden Maßnahmen. Derartige Dinge werden immer wiederkehren, Sie mögen eine Form dafür finden, welche Sie wollen. Ich muß abwägen, ob wir nicht im Großen und Ganzen das Geschäft ungeheuer schädigen. Wir müssen etwas in den Kauf nehmen. Ich glaube, bei jeder Frage wird sich diese Seite auch nach dieser Richtung präsentiren. Wir können unmöglich die Dinge ideal gestalten, Mißstände werden immer vorkommen. Wir müssen aber abwägen, daß wir im Großen und Ganzen das Geschäft nicht als solches mittödten.

Graf **Arnim:** Ja, ich verstehe vollkommen den Standpunkt des Herrn Sachverständigen, wenn er lediglich das Geschäft im Auge hat. Wir haben aber hier als Mitglieder der Kommission auch die Interessen des Publikums zu beachten und zu vertreten. Deshalb ist diese Frage von mir gestellt. Soweit Sie (zum Sachverständigen) allerdings sagen, daß das Geschäft in erster Linie steht, gebe ich Ihnen vollkommen Recht, daß das Geschäft allerdings eventuell leiden könnte, wenn die Emission eines schlechten Papiers, an dem die Bankhäuser viel verdienen, unterbleibt.

Sachv. **Ladenburg:** Bitte Herr Graf, nicht das Geschäft des Einzelnen, sondern die volkswirthschaftliche Thätigkeit des Ganzen natürlich.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich fortzufahren und sich zu g zu äußern.

Sachv. **Ladenburg:** g, das ist unbedingt zu verneinen.

Stellvertr. Vorsitzender: Zu h.

Sachv. **Ladenburg:** Damit bin ich einverstanden, daß der Prospektenzwang im Sinne der Frage also auf Konvertirungen und Kapitalserhöhungen ausgedehnt wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann zu i.

Sachv. **Ladenburg:**

i. „Soll eine längere Frist zwischen dem Aushang, beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen müssen?“

Da bin ich für eine längere Frist.

Stellvertr. Vorsitzender: Was verstehen Sie unter einer längeren Frist?

Sachv. **Ladenburg:** Es ist ja vorher schon vielfach die Rede davon gewesen: einige Tage, eine Woche.

Stellvertr. Vorsitzender: Also einige Tage bis zu einer Woche würden Sie für angemessen erachten?

Sachv. **Ladenburg:** Ja!

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich, sich zu k zu äußern.

Sachv. **Ladenburg:** Da stehe ich auf dem Standpunkt des Herrn Vorredners. Nach meinen Erfahrungen würde ein Verbot in dieser Beziehung gerade einen großen Theil des soliden Publikums schädigen, den Sie schützen wollen. Bei uns ist das sehr gebräuchlich, daß, wenn gute Anleihen zur Emission gelangen, die Kapitalanlegenden der Zeichnung, die ja immerhin nicht Jedermanns Sache ist, auszuweichen und feste Einkäufe zu machen suchen. Weshalb die verboten werden sollen, sehe ich nicht ein. Die Zeichnung ist eine Art Prämiengeschäft; der Zeichner verpflichtet sich, eine gewisse Summe zu nehmen, und der Emittent ist zu nichts verpflichtet. Er kann die Zeichnung auf ein beliebiges Maß reduziren. Das wird Ihnen ja Allen genügend bekannt sein. Warum den soliden Privatmann zwingen, daß er sich das Papier nur auf dem Wege der Zeichnung verschaffen kann? Warum soll er nicht ein kleines Agio, also wenn z. B. Reichsanleihe gezeichnet wird, von $^1/_4$ Prozent mehr zahlen, um sich die Summe fest zu sichern, anstatt daß Sie ihn zwingen wollen, den Weg der Zeichnung zu wählen? So liegen die Dinge bei uns im Großen und Ganzen.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist ja ganz zweifellos, daß irgend welcher Anlaß, den Handel in Reichsanleihe per Erscheinen zu verbieten, nicht vorliegt.

Wenn der Herr Sachverständige sagt, es wäre nicht erfindlich, aus welchen Gründen man dazu kommen könnte, sonst diesen Handel zu verbieten, so möchte ich darauf hinweisen, — was ich schon vorhin gesagt habe, daß von mancher Seite behauptet wird, es würde von manchen Emissionshäusern eine ganz ungerechtfertigte Agiotage getrieben. Sie legten z. B. 1 oder 2 Millionen zur öffentlichen Zeichnung aus, suchten aber nun an der Börse durch Handel per Erscheinen den Kurs höher zu treiben, und wenn ihnen dies gelänge, dann vertheilten sie diese Anleihe unter die Zeichner nicht, sondern verkauften sie freihändig zum höheren Kurse an der Börse, und damit würde auch das Zeichnungsergebniß gewissermaßen gefälscht. Es würden ganz erhebliche berechtigte Interessen dadurch geschädigt, daß nun nicht, wie das Bankhaus versprochen hat, 1 Million zur Vertheilung unter die Zeichner kommt, sondern unter Umständen gar nichts. Aber diese Bedenken halten Sie nicht für durchschlagend?

Sachv. **Ladenburg:** Für nicht so durchschlagend, um das Privatpublikum zu zwingen, gerade den Weg zu beschreiten, den Sie eben so richtig geschildert haben. Es würde dadurch doch nicht verhindert werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn der Handel per Erscheinen untersagt würde, so würde dem Emissionshaus nur übrig bleiben, die 10, 15 Millionen, die es haben will, zur öffentlichen Subskription auszulegen.

Sachv. **Ladenburg:** Man kann dann doch immerhin das thun, was Sie eben beanstanden.

Stellvertr. Vorsitzender: Nein, vor dem Erscheinen nicht — es würde keine Kursnotirung stattfinden.

Sachv. **Ladenburg:** Ich möchte nur noch eins dazu bemerken: in Frankreich sind die glänzenden Resultate der Rentenemissionen hauptsächlich durch den Handel vor der Zeichnung erzielt worden.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich sagte bereits, man könnte ja einen Unterschied bei den einzelnen Effekten machen. Bei der Reichsanleihe würde ja, wie ich glaube, der Handel per Erscheinen kaum irgend ein Bedenken haben, denn die Kursschwankungen sind nicht so erheblich, um da ein Verbot zu rechtfertigen.

(Zum Sachv. Sulzbach): Wollen Sie die Güte haben, sich zu äußern.

Sachv. **Sulzbach:** Die Mitwirkung staatlicher Behörden halte ich nicht für richtig. Ich halte sie für schlimm für den Staat und schlimm für das Publikum, da das Publikum unwillkürlich in einen Vertrauensdusel hineingeführt werden würde. Ich halte dafür, daß sie auch in politischer Beziehung nicht richtig ist, denn wir haben den Fall erlebt: die Russen sind staatlich empfohlen und nachher staatlich ausgetrieben worden. Das wird also den Staat überhaupt eher schädigen. Ich würde also jedes Einwirken des Staates zu vermeiden suchen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie würden Sie sich zu der Frage stellen, auch Anderen, Nichtbörseninteressenten eine Vertretung in dieser Organisation zu verschaffen, und z. B. Großindustrielle und Leute, die sich aus dem Geschäft zurückgezogen haben, in das Börsenkommissariat hineinzubringen? Ueber die Einzelheiten kann man sich natürlich hier nicht unterhalten, nur über den Grundgedanken.

Sachv. **Sulzbach:** Herr Präsident, ich würde keine Bedenken haben, die Mitglieder zu vermehren, aber ich glaube, in Frankfurt wie in Berlin, besonders in Frankfurt, haben wir ja die Großindustriellen alle in der Handelskammer mit darin.

Stellvertr. Vorsitzender: Auch im Börsenkommissariat? Vielleicht können Sie uns die Persönlichkeiten nennen.

Sachv. **Sulzbach:** In dem Börsenkommissariat sind namentlich nur Kaufleute. Das ist aber Zufall, weil die Anderen nicht zur Börse kommen und da schwer zu sprechen sind.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann scheint es kein Zufall zu sein.

Sachv. **Sulzbach:** Es würde aber keine Schwierigkeiten bieten. Ich würde prinzipiell nichts dagegen haben, wenn die Mitglieder durch zwei, drei Andere verstärkt würden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht als erstes Requisit für die Qualität eines Mitgliedes einer solchen Kommission ein fachverständiges Urtheil über diese Dinge voraussetzen würde, und ob nicht dieses sachverständige Urtheil auch über eine völlige Objektivität desjenigen, dem diese Sachen eigentlich fremd sind, gehen würde.

Sachv. **Sulzbach:** Ich würde es nur verstehen, wenn wirkliche Sachverständige in der Kommission sind, denn wenn ein Eisenindustrieller z. B. über die Qualität einer Staatsanleihe oder einer Eisenbahnanleihe oder eines industriellen Unternehmens urtheilen soll, so muß ich gestehen, das würde sehr mißlich sein; er würde ein Veto einlegen, wo keins hingehört, und würde zustimmen, wo es eigentlich werthlos ist. Das halte ich sogar für schädlich. Ich meine, die richtigsten Leute, die die Sache verstehen, prüfen auch gewissenhaft, und bei allen den vielen Anfechtungen kann ich nicht anders sagen, als daß mit voller Ehrlichkeit, mit voller Gewissenhaftigkeit an allen Börsen gehandelt worden ist. Die Sachen sind genau und sorgfältig geprüft worden, und Täuschungen sind eigentlich in der letzten Periode fast keine vorgekommen. Es sind zwar Ausschreitungen dagewesen, es finden sich überall Leute, die

sich Unreellitäten zu Schulden kommen lassen, aber die Fälle sind so gering, so verschwindend gegen das Ausland: wenn ich die Fälle in England, in Frankreich ansehe, so muß ich sagen, bei uns in Deutschland ist der ehrliche Sinn so ausgeprägt wie nirgends in der Welt. In Amerika, in England, in Frankreich sind die Fälle mit Millionen Pfund vorgekommen, wo es sich bei uns kaum um Millionen Mark gehandelt hat. Darüber, glaube ich, können wir vollkommen beruhigt sein: die Ehrenhaftigkeit der Vorstände der Kaufmannschaft in Deutschland hat sich bewährt, und die ist gut.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Fürchtet der Herr Sachverständige nicht, daß, wenn, nach der von dem Herrn Vorsitzenden eben vorgeschlagenen Idee, die Kommission durch solche Leute verstärkt werden könnte, welche sich weniger durch Sachkenntniß als Objektivität — — —

Stellvertr. Vorsitzender (unterbrechend): Da möchte ich doch bemerken, daß eine derartige Anregung von mir nicht gegeben ist, Leute hineinzunehmen, die sich weniger durch Sachkenntniß auszeichnen. Ich habe vorgeschlagen, Leute hineinzunehmen, die Sachkenntniß mit Objektivität verbinden.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ob derartige Leute sich so leicht finden werden, ist eine andere Frage. Jedenfalls war die Idee, daß man auch andere als die eigentlich Sachverständigen hineinnehmen sollte, nämlich Großindustrielle und Leute anderen Berufs. Nun nehmen wir einmal folgenden Fall an: es handelt sich beispielsweise um Einführung einer russischen Anleihe, und der Großindustrielle, der in der Kommission sitzt, hat zufälligerweise einen großen Besitz an russischen Werthen, oder er hat sonstige private Interessen, welche es ihm wünschenswerth machten, daß dem russischen Kredit nach jeder Richtung hin entgegengekommen werde. Nun wird eine russische Anleihe angeboten, und es soll darüber beschlossen werden. Glauben Sie nicht, daß sich ein derartiger Herr dann wahrscheinlich noch eher bewogen sehen würde, für die Zulassung zu stimmen, als die übrigen Kaufleute, wie wir sie jetzt in der Kommission sitzen haben, und welche jetzt vielleicht interessirt genannt werden?

Sachv. **Sulzbach:** Gerade von diesem Standpunkte aus, daß es den Anschein haben könnte, daß ein parteiisches Urtheil deshalb gefällt würde, weil diejenigen, die die Abstimmungen vollziehen, meist der Kaufmannschaft angehören, habe ich es als eine Konzession aufgefaßt, daß noch einige Sachverständige, die halbjährlich oder von Jahr zu Jahr ernannt werden, dazu genommen werden; also gewissermaßen als Konzession, nicht als Nothwendigkeit. Ich betrachte die ganze Börsenenquete als eine Sache, die unternommen ist, um zu prüfen, ob, weil so viele Dinge vorgefallen wären, weil das Publikum in so schrecklicher Weise mitgenommen wäre, von Seiten der Kommission, der Börsenvorstände oder der Kaufmannschaft ein Verschulden stattfände: und das muß ich entschieden verneinen. Ich kann nur wiederholen, daß in Deutschland sehr wenig derartige Sachen vorgekommen sind. Wenn vorher die argentinische Anleihe erwähnt wurde, so gestehe ich Ihnen ganz offen, wir haben viel Unglück gehabt; aber lange nicht so groß, wie z. B. England, und wenn man da Anklagen erheben muß, so müssen sie sich gegen die offiziellen Ausführungen der betreffenden Länder richten. Also z. B. was Portugal betrifft: als der portugiesische Prospekt veröffentlicht wurde, habe ich, wie ich Ihnen offen gestehen muß, gesagt: ich halte das Budget für gefälscht, es ist nicht richtig. Aber was soll man thun, wenn der Finanzminister ein Budget so und so einschickt?

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn Sie das Budget damals für gefälscht erachtet haben, ohne sich anscheinend so eingehend mit der Sache zu beschäftigen, wie das Emissionshaus doch wohl die Pflicht gehabt haben würde, dann würde doch

das Emissionshaus diese Fälschung auch bei Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns haben eruiren können.

Sachv. **Sulzbach:** Das war eine persönliche Ansicht von mir, weil ich mir ganz einfach gesagt habe, Portugal giebt ein Jahr bons de trésor aus und das andere Jahr behauptet es, es will seine Schulden konsolidiren. Das hat mir nicht gefallen. Prüfen kann ich die Sache nicht; da muß ich mich darauf verlassen, was der Minister sagt.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte nur konstatiren, daß der Herr Sachverständige sagt: es hat mir nicht gefallen. Das ist doch etwas Anderes, als wenn ich zu der Ueberzeugung komme: das ist gefälscht.

Stellvertr. Vorsitzender: Den Ausdruck „gefälscht" hat der Herr Sachverständige gebraucht.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich will nur hervorheben, daß der Herr Sachverständige eben sagte: es hat mir nicht gefallen.

Sachv. **Sulzbach:** Post festum natürlich. Die Sache hat mir nicht gefallen, weil ein Jahr bons de trésor gemacht sind und nachher die Schuld konsolidirt werden soll. Natürlich jetzt, wie die Jahresfeststellungen erfolgt sind, habe ich gesagt, daß der Finanzminister falsche Angaben gemacht hat, und da ist Jeder unschuldig. Wenn heute der Finanzminister eine Budgetvorlage macht, welche Mittel habe ich dann als vorsichtiger Kaufmann, das zu prüfen? Ich kann doch nicht dahin gehen und prüfen, ob die Angaben richtig sind.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie, wenn Sie ex propriis eine Anleihe mit Portugal gemacht hätten, und aus Ihrem Vermögen vielleicht 5 Millionen oder 10 Millionen Portugal hätten darleihen sollen, sich mit diesen Angaben des Finanzministers begnügt haben?

Sachv. **Sulzbach:** Unbedingt. Ich will ein Geschäft mit dem Staate machen, da sehe ich: wie sind denn die Verhältnisse? und da muß ich das Vertrauen haben, daß mir der Finanzminister die Wahrheit sagt. Wenn er die Angabe macht, das Budget ist so und so, so glaube ich das vollkommen und mache das Geschäft. Wenn ich mir noch eine Bemerkung erlauben darf, so habe ich, offen gestanden, mich vielleicht schlecht ausgedrückt, das Gefälschte habe ich erst herausgefunden, nachdem die Zahlungseinstellung gekommen war.

Stellvertr. Vorsitzender: Es machte allerdings auf mich den Eindruck, als ob Sie hätten behaupten wollen, Sie hätten bereits bei Veröffentlichung des Prospekts den Eindruck gewonnen, daß das Budget ein gefälschtes wäre, aber wenn Sie das berichtigen und sagen, daß Sie dieses nicht hätten sagen wollen, so ist die Sache ja erledigt.

Sachv. **Sulzbach:** Das habe ich nicht ausdrücken wollen, und wenn ich mich so ausgedrückt habe, ist es mir leid. Das habe ich erst nachträglich gesehen.

Professor Dr. **Cohn:** Ich glaube, der Unterschied, der hier urgirt wird, ist kein so großer. Es hat Ihnen nicht gefallen, damit haben Sie gesagt, Sie haben Verdacht gegen die Richtigkeit der Angaben gehabt, und wenn Sie das entsprechende Interesse gehabt hätten, wenn Sie in die Lage gekommen wären, ja oder nein zu der Anleihe zu sagen, so würden Sie auch in der Lage gewesen sein, sich besser zu informiren. Die Nothwendigkeit, zu der Wahrheitsliebe eines Finanzministers irgend eines beliebigen Staates Vertrauen zu haben, ist nicht einzusehen, es giebt in der That sehr häufig viel bessere Quellen, sich über die Finanzen eines Staates zu informiren, als dasjenige, was der Finanzminister sagt, der bekanntlich immer geneigt ist, die Finanzen so günstig wie möglich darzustellen.

Sachv. **Sulzbach:** Wenn ein Staat ein derartiges Geschäft machen will, so prüft man natürlich die letzten Ausweise, und diese waren ganz übereinstimmend mit dem, was der Finanzminister auch später gesagt hat. Der eine hat mehr Neigung, der andere hat weniger Neigung zu solchen Dingen.

Professor Dr. **Cohn:** Sie aber haben weniger Vertrauen zu der Wahrheit dessen, was ein solcher Finanzminister sagt?

Sachv. **Sulzbach:** Ich gestehe ganz offen, ich würde zu Spanien auch nicht ungeheures Vertrauen haben; die Kurse steigen jeden Tag, aber das beweist nichts. Doch das sind persönliche Ansichten.

Professor Dr. **Cohn:** Sie sind geschäftlich im Leben nicht gewohnt, einer Partei, die Ihnen gegenüber steht, unbedingt zu glauben, Sie mißtrauen ihr im Gegentheil präsumtiv und prüfen?

Sachv. **Sulzbach:** Einem Minister, der eine offizielle Stellung einnimmt, der den Staat vertritt, der allein in der Lage ist, Auskunft zu geben, wie das Budget ist, muß ich trauen; sonst kann ich keine Geschäfte machen.

Professor Dr. **Cohn:** Sie geben aber zu, daß es viel bessere Quellen giebt, als das, was ein solcher Finanzminister sagt? Man kann die Steuerfähigkeit, die Verschuldung und die Möglichkeit der Rückzahlung an der Hand von objektiven Quellen prüfen. Das ist doch evident. Es wäre traurig, wenn man an das gebunden wäre, was in diesem Falle die Partei behauptet.

Sachv. **Sulzbach:** Wenn Sie das wollen, so schließen Sie sofort jedes Anleihegeschäft von dem deutschen Markte aus, denn keiner wird die Verantwortung übernehmen wollen: der Staat ist gut, muß gut sein. Dann schließen Sie den ganzen Handel aus.

Professor Dr. **Cohn:** Wenn es wirklich keine besseren Quellen giebt, als die gefärbten Angaben der betheiligten Partei, dann soll man sie lieber ausschließen, ich behaupte aber, es giebt bessere Quellen, und diese sollen erschöpft werden.

Sachv. **Sulzbach:** Ich kann mir nicht denken, daß eine Verantwortlichkeit so weit gehen soll, daß man materiell die Finanzverhältnisse eines Staates so prüfen soll, um eine Verantwortung zu übernehmen und dazu noch die Verantwortung eines vorsichtigen Kaufmannes, so daß man gewissermaßen hingehen, seine Leute hinschicken müßte und doch nichts erfahren würde.

Kammerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, wie er sich die Idee des Herrn Professor Cohn praktisch ausgeführt denkt. Soll ein Emissionshaus nach Lissabon hinreisen, soll es sich dort die Staatsschuldbücher aufschlagen lassen, die Steuereinnehmer verhören u. s. w.?

Stellvertr. Vorsitzender: Der Sachverständige hat bereits sich dahin geäußert, daß das Emissionshaus seine Pflicht gethan hätte, wenn es den Angaben des Finanzministers geglaubt hätte.

Kammerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Aber ich möchte jetzt gerade fragen, ob nicht die andere Auffassung unpraktisch und unmöglich ist.

Sachv. **Sulzbach:** Ich halte es für ganz und gar ausgeschlossen, daß man Jemanden hinschicken soll, damit er die Sache prüfe, denn es kann der Staat inzwischen zehnmal zu Grunde gehen, weil er kein Geld geborgt erhält. Das würde ein vollständiger Ausschluß aller auswärtigen Anleihen sein. Es bleibt nichts übrig, als, wenn man mit einer

Regierung verhandelt, den Unterlagen zu glauben; anders kann man unmöglich eine Prüfung eintreten lassen. Jede Prüfung der Verhältnisse, die so weit geht, daß man eine Verantwortung übernähme, ist vollständig ausgeschlossen.

Geheimer Kammerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er die Pflicht eines ordentlichen Kaufmanns in Bezug auf die Prüfung der Angaben eines Finanzministers nicht wenigstens so weit ausdehnen will, daß er sich davon überzeugt, daß die Angaben, die er dem auswärtigen Emissionshause macht, identisch sind mit den Angaben, die er der Vertretung seines Landes bei der Vorlegung von Gesetzentwürfen, bei der Vorlegung von Budgets gemacht hat, ob der Herr Sachverständige nicht glaubt, daß man von dem Vertreter eines Staates annehmen müßte, daß er vor seinen Kammern bei Gesetzentwürfen, die er von seinem Herrscher unterschreiben läßt, die Präsumtion der Wahrhaftigkeit für sich hat. Würde man zu einem anderen Schluß kommen, indem man der Meinung, die hier vorhin geäußert worden ist, irgend welchen Beifall schenken wollte, so würde man ja von der Wirksamkeit der Staatsorgane überhaupt eine sehr eigenthümliche Ansicht bekommen müssen. Ich möchte einmal fragen, wie weit die Sorgfalt gehen muß.

Sachv. **Sulzbach:** Bei der Sache, die aufgeworfen worden ist, hat es sich um das portugiesische Budget gehandelt. Soviel ich weiß, war die Bekanntmachung des Finanzministers in Uebereinstimmung mit dem, was er kurz vorher gesagt hatte. Wenn das, was der Herr dort erklärte, damit in Uebereinstimmung war, so konnte das Emissionshaus nichts weiter thun, als dem glauben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie fassen also die Thätigkeit des Emissionshauses dahin auf, daß Sie eigentlich sagen: ich bin lediglich Vermittler, du, Publikum, thu die Augen auf in Betreff dessen, was ich dir biete, du kannst nur die Ueberzeugung haben, ich sei vom Gegentheil dessen, was mitgetheilt wird, nicht überzeugt. So faßt aber das Publikum die Sache nicht auf — wir haben schon früher von der Bedeutung des Emissionskredits gesprochen —, und ich glaube nicht, daß Sie die ganze Konsequenz Ihrer Auffassung werden ziehen wollen. Sie würden dahin kommen können, zu sagen: es schickt mir irgend welche südamerikanische Regierung — da folgt ja Regierung auf Regierung — es schickt mir der Präsident Balmaceda ein Budget, daß es falsch ist, weiß ich nicht, damit bin ich berechtigt, dem Publikum mit einer Anleihe zu kommen, welche die augenblicklich in den schwersten Nöthen befindliche provisorische Regierung dort macht, denn ich habe nicht das Wissen davon, daß das falsch ist, was dort gesagt ist. Ich glaube, daß Sie doch sagen werden, Sie werden eine Prüfung über den dolus hinaus wohl vornehmen und sagen: das will ich dem Publikum nicht bieten.

Sachv. **Sulzbach:** Das Emissionshaus übernimmt eine Anleihe und bringt sie heraus; es wird kein Emissionshaus geben, das sich der Gefahr aussetzt, einen Vertrag mit einem Staat einzugehen, die Sache zu übernehmen, wenn es nicht vollständig die Ueberzeugung hegt, daß die Sache gesund und gut ist. So fängt das Geschäft an, das Geschäft wickelt sich weiter ab, indem das Emissionshaus sagt: ich suche meinen Gewinn, ich suche die Anleihe abzustoßen, um, wenn sich die Gelegenheit bietet, das Geschäft zu machen, die Emissionshäuser haben dabei aber mit der Vorsicht eines gewissenhaften Kaufmanns gehandelt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie prüfen also für sich. Es ist verständlich, daß eine respektable Firma sagt: dafür kann ich Garantie leisten, daß ich kein Betrüger bin, aber davor will ich behütet sein, daß mir nicht ein Richter nachträglich sagt: deine kaufmännische Sorgfalt hättest du weiter erstrecken

sollen. Aber andererseits bedenken Sie die Lage des Publikums. Ein dolus ist ganz außerordentlich schwer nachzuweisen, selbst in den flagrantesten Fällen. Sollte da nicht eine Vermittlung sich finden lassen, daß wenigstens die gröbste Verletzung der erforderlichen Sorgfalt mit hineingezogen wird, daß Sie nicht bloß von dem Standpunkte einer Konzession aus sagen: wenn es durchaus geschehen soll, muß ich mich fügen, sondern daß Sie selbst zu der Ueberzeugung kommen, ein gewisser billiger Ausgleich nach dieser Richtung scheine doch erforderlich?

Sachv. **Sulzbach:** Der Ausgleich besteht, zunächst übernimmt das Haus die Verantwortung, es tritt dann vor das Publikum mit dem Prospekt, er wird von Sachverständigen geprüft, von der Presse gehörig kritisirt und dann erst dem Publikum offerirt; ihm steht es vollständig frei, ob es etwas nehmen will oder nicht, man muß selbst mit prüfen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Prüfung seitens des Börsenkommissariats ist nur eine äußerliche, und wenn man Sie fragt, ob nicht dem Publikum eine gewisse Frist wenigstens gelassen werden soll, ehe es zu einer Zeichnung kommt, so sagen Sie: das Geschäft leidet darunter, das geht nicht. Woher soll den Zeitungen die Information kommen?

Sachv. **Sulzbach:** Ich bitte um Entschuldigung, wenn ich widerspreche. Bis der Prospekt an die Kommission zur Bewilligung kommt, vergeht schon eine gewisse Zeit, in dieser Zeit wird eine Anleihe von der ganzen Presse besprochen, das Publikum weiß es auch. Nachher ist wieder eine Frist zwischen der Bewilligung durch das Börsenkommissariat bis zur Subskription. In dieser Beziehung ist also nach meinem Dafürhalten genug Frist gegeben. Wenn der Kaufmann der Vormund des Kapitalisten sein soll und ihm überhaupt nur etwas geben soll, was überhaupt nicht anfechtbar ist, dann kann er ihm nur Hypotheken offeriren, nicht einmal Reichsanleihe oder preußische Konsols, denn der Kurs kann fallen, wenn ein Krieg kommt. Wir können nicht jedem Menschen einen Vormund setzen wollen, er dürfe nicht kaufen, der Mann muß als Besitzender selbst Kenntnisse haben und selbst studiren, was er mit seinem Gelde thut. Ich finde es viel richtiger, daß man das Publikum zum Nachdenken dringt, als daß man dem Publikum etwas darbietet, wobei es heißt: der Staat, die Aeltesten und der Bankier haben Alles geprüft, das ist ganz sicher. Das halte ich nicht für so richtig.

Professor Dr. **Cohn:** Wenn ich Herrn Geheimrath Frentzel vorhin richtig verstanden habe, so hat er mich in einen gewissen Selbstwiderspruch setzen wollen — dessen, was ich von den Angaben eines portugiesischen oder argentinischen Finanzministers gesagt habe, und der Betonung der staatlichen Thätigkeit gegenüber der Börse. Dieser Selbstwiderspruch besteht objektiv jedenfalls nicht, denn wenn ich von dem auf einem geschäftlichen Gebiet geübten Mißtrauen gegenüber dem Finanzminister von Portugal, Argentinien oder gar Honduras oder San Domingo spreche, so beweist das nichts gegen das Vertrauen gegenüber dem preußischen Finanzminister. Wenn es bekannt ist, daß in manchen Ländern die Richter bestechlich sind, so beweist dies nichts gegen die Intaktheit der preußischen Richter, ebenso wie es Völker auf roher und Völker auf gesitteter Stufe giebt.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich würde zu der nächsten Frage überzugehen bitten.

Sachv. **Sulzbach:** Es ist vorhin schon erwähnt worden, daß in der Regel, wenn eine auswärtige Anleihe abgeschlossen wird, die Anzahl der kleinen Stücke im Verhältniß zu der ganzen Anleihe sehr minim ist, daß sie nur zur Versorgung von solchen dienen sollen, die sie wirklich haben wollen. Das hat gar keinen Werth für die Gesammtanleihe, es werden immer ganz minimale Beträge für die kleinen Stücke bestimmt, die große Masse besteht in großen Stücken.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist relativ, was man unter minimalen Beträgen versteht; über die Hälfte werden wohl die großen Stücke ausnahmslos ausmachen, aber so minimal ist die Anzahl der kleinen Stücke nicht, wie der Herr Sachverständige anzunehmen scheint. In welchem Verhältnisse, meinen Sie, stehen etwa die kleinen Städte zu den großen?

Sachv. **Sulzbach:** 10 Prozent vielleicht, nach meinem Dafürhalten werden es im Durchschnitt höchstens 10 Prozent sein. Die Frage e halte ich nicht für richtig, da kann man es lassen, wie es jetzt ist. Es ist vorhin erwähnt worden, in Brüssel seien da speziell Einrichtungen getroffen.

Stellvertr. Vorsitzender: Das kommt wohl erst später. Bei c sind Sie dafür, daß der Minimalbetrag bleibt, wie er ist, daß diese Frage den Börsen überlassen wird? Bei d sind Sie wohl dafür, daß die Verträge beigefügt, aber nicht veröffentlicht werden sollen?

Sachv. **Sulzbach:** Ja.

Stellvertr. Vorsitzender: Bei e handelt es sich um die Frage, ob man den Handel von Aktien an der Börse davon abhängig machen soll, daß eine bestimmte Frist seit der Gründung verlaufen ist, um die Entwicklung des Aktienunternehmens erst abzuwarten.

Sachv. **Sulzbach:** Nein. Zur Bewilligung vom Handel würden drei bis vier Tage als Frist genügen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir kommen dann zu f, zur Verantwortlichkeit der Emissionshäuser. Da haben Sie eigentlich schon geäußert, Sie wünschen nicht eine Erhöhung der Verantwortlichkeit der Emissionshäuser über dolus hinaus.

Sachv. **Sulzbach:** Die Reellität jedes Emissionshauses bürgt dafür, daß es als ordentlicher Kaufmann überall handelt. Von meinem persönlichen Standpunkt aus würde ich hier kein Bedenken haben, aber es würde der Schikane, wenn die Sache nachher nicht gut geht, zu viel Thür und Thor geöffnet werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bitte zu g überzugehen, da sind Sie wohl dagegen, daß der Preis angegeben werden soll, zu welchem das Papier von dem Emittenten übernommen ist?

Sachv. **Sulzbach:** Ja.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bitte, sich zu h zu äußern.

Sachv. **Sulzbach:** Da bin ich dafür.

Stellvertr. Vorsitzender: Bei i kommen wir auch zur Erörterung des Brüsseler Verfahrens.

Sachv. **Sulzbach:** In Brüssel sind die Verhältnisse ganz anders, aber der Handel beginnt sofort.

Stellvertr. Vorsitzender: Es findet aber keine Notirung statt.

Sachv. **Sulzbach:** Doch, die Notirung findet offiziell statt, und auch ein ganz geregelter Handel findet statt, so daß, wenn etwas überhaupt offiziell genehmigt ist, das ganze Ding längst verkauft in dritter oder vierter Hand ist. Das würde für unsere Verhältnisse gar nicht passen, das ist kein mustergiltiges Verfahren, wie es dort gehandhabt wird. Bei uns würden es die Aeltesten nie gestatten, daß in dieser Form verfahren wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Ueber die thatsächlichen Verhältnisse in Brüssel werden wir uns noch informiren. Ich bitte, sich zu k zu äußern.

Sachv. **Sulzbach:** Den eigentlichen Handel können Sie nicht verbieten, die Notiz würde ich entschieden verbieten.

Gerade dem, was vorher gerügt worden ist, daß Agiotage betrieben wird, können Sie vorbeugen, indem Sie die Notiz verbieten.

Stellvertr. Vorsitzender: Nicht bloß die amtliche, sondern auch die Privatnotiz?

Sachv. **Sulzbach:** Das ist mir ganz einerlei, amtliche oder Privatnotiz, Sie können so weit gehen, wie Sie wollen, aber Sie können nicht verbieten, daß der eine zum anderen kommt und handelt.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist nicht beabsichtigt; wenn sich Jemand an das Emissionshaus mit der Bitte wendet, ihm von der aufgelegten Anleihe so viel und so viel zu überlassen, so würde das nicht gehindert werden.

Sachv. **Sulzbach:** Ich würde es bei der amtlichen Notiz lassen, Sie werden nicht verhüten können, daß eine nicht amtliche dem Publikum bekannt wird. Wenn eine auswärtige Zeitung etwas darüber bringt, so können Sie die Mittheilung nicht verhindern.

Stellvertr. Vorsitzender: Soweit die Disziplin der Aeltesten geht, könnte man auch die Privatnotiz verbieten.

Sachv. **Sulzbach:** Das würde ich der Kaufmannschaft selbst überlassen, den offiziellen Handel würde ich ganz verbieten.

Stellvertr. Vorsitzender: In Bezug darauf, ob man weiter gehen soll, wollen Sie die Entscheidung den Aeltesten überlassen!

(Halbstündige Pause.)

Stellvertr. Vorsitzender: Wir kommen jetzt zu der Frage Nr. 2, die ja zunächst im ersten Satze die Konstatirung eines thatsächlichen Vorganges bezweckt, worüber die meisten der Herren Sachverständigen eine Auskunft uns nicht gegeben haben. Ich möchte bitten, die Fragen 2 bis 6 zusammen zu behandeln, und Herrn Justizrath Lesse bitten, zu beginnen.

Sachv. **Lesse:** Ich wollte bitten, mich hinsichtlich der Fragen 2 bis 5 zu dispensiren, weil ich keine Erfahrung in diesen Fragen habe. Ad 6 will ich ganz kurz sagen, daß ich den Terminhandel aus Gründen, mit welchen ich Sie nicht aufhalten will, für wirthschaftlich nothwendig halte. Für diskutabel halte ich die Frage, ob man nicht gewisse Papiere ausschließen soll, die lediglich der Spekulation dienen, wie beispielsweise Industrieaktien. Ich will einen besonderen Antrag nicht stellen, weil ich mir schließlich nicht die Erfahrung zutraue, um diese Frage ganz definitiv zu beantworten.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist von einer Seite darauf hingewiesen worden, daß man die Genehmigung von Staatsbehörden oder von Reichsbehörden für die Entscheidung darüber verlangen solle, welche Waaren und welche Effekten zum Terminhandel zuzulassen seien, um eine unparteiischere Würdigung aller Verhältnisse zu sichern. Würden Sie darin einen Vortheil erblicken?

Sachv. **Lesse:** Ich kann mir davon keinen Vortheil versprechen.

Sachv. **von Simson:** Ich möchte hinsichtlich der Fragen 2 bis 6 um die Erlaubniß bitten, mich nicht zu äußern, weil ich mir eine spezielle Sachverständigkeit auf diesem Gebiete nicht nachrühmen kann. Was besonders die Nothwendigkeit anbelangt, die Zulassung zum Handel von der Genehmigung von Staatsbehörden abhängig zu machen, so stehe ich auf demselben Standpunkt, den ich zu Nummer 1 vertreten habe. Ich kann mir eine größere Sachkenntniß und Zuverlässigkeit da nicht versprechen, als von den Nächstbetheiligten.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist Ihnen wohl bekannt, daß wiederholt Versuche gemacht worden sind, den Termin-

handel in gewissen Artikeln einzuführen, und daß dies, wie die Staatsbehörde oder die Interessenten noch verhältnißmäßig kurzer Zeit sich überzeugt haben, ein Mißgriff gewesen ist, und daß auch die Hamburger Liquidationskasse versucht hat, Gegenstände gegen Wunsch und Willen der Interessenten in den Kreis des Terminhandels hineinzuziehen. Die Mitwirkung der Staatsbehörden sollte weiter keinen Zweck haben, als Fürsorge treffen, daß alle Interessen gleichmäßig berücksichtigt werden, daß also der Produzent auch zu Wort kommen kann, der an der Börse keine Vertretung hat. Heute kann die Liquidationskasse in Hamburg, wie das thatsächlich der Fall gewesen ist, sagen: ich führe den Terminhandel für Salpeter oder sonst einen Artikel auch gegen den Wunsch der Interessenten ein. Sie würden glauben, daß das Remedium darin liegt, daß dann eine Reaktion der Interessenten dagegen eintreten würde.

Sachv. **Ladenburg:** Nach dieser Richtung bin ich mit dem Vorschlage vollkommen einverstanden, selbstverständlich halte ich den Terminhandel für ein wirthschaftliches Bedürfniß.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte bitten, daß Sie die Güte hätten, sich an die Reihenfolge der Fragen zu halten. Zu 2 wissen Sie keine besonderen Thatsachen, welche zur Einführung des Terminhandels in einzelnen Papieren oder Waaren geführt haben?

Sachv. **Ladenburg:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich, zu 3 sich zu äußern, ob und für welche Erwerbsgruppen der Terminhandel ein wirthschaftliches Bedürfniß ist. Sie haben bereits gesagt, im Allgemeinen wäre der Terminhandel berechtigt und nothwendig, er erfüllte ein wirthschaftliches Bedürfniß.

Sachv. **Ladenburg:** Er erfüllt ein wirthschaftliches Bedürfniß.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann kommen wir zu 4 und 5, ob der Terminhandel im Gegensatz zum Kassahandel schlimme Wirkungen übt nach der Richtung häufiger Preisschwankungen, Schwänzen, Einsperrung und Festlegung von Vorräthen, Verführung des Publikums zum Börsenspiel u. s. w. Ich möchte bitten, sich darüber zu äußern, ob Ihres Erachtens im Terminhandel ein größerer Anreiz für das Publikum zum Börsenspiel liegt, als in dem Kassahandel, oder nicht.

Sachv. **Ladenburg:** So gestellt muß ich allerdings die Frage bejahen, daß darin ein größerer Anreiz liegt.

Stellvertr. Vorsitzender: In Bezug auf die Verführung des Publikums zum Börsenspiel?

Sachv. **Ladenburg:** Die leichtere Gelegenheit ist jedenfalls dadurch gegeben.

Stellvertr. Vorsitzender: Ist es richtig, daß man in der Regel das Termingeschäft mit geringeren Einsätzen machen kann, als das Kassageschäft, und ob der Bankier demzufolge, da er beim Kassageschäft ein größeres Risiko hat, als bei Zeitgeschäften, von den Privatkunden bei Zeitgeschäften nicht einen geringeren Einschuß verlangt, als bei Kassageschäften?

Sachv. **Ladenburg:** Das ist mir nicht bekannt.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Sie, sich zu äußern, ob diese Preisschwankungen, Schwänzen u. s. w. etwas Charakteristisches des Terminhandels sind oder ebenso beim Kassageschäft vorkommen.

Sachv. **Ladenburg:** Ich glaube gerade im Gegentheil, daß der Terminhandel ausgleichend wirkt. Natürlich hängt es davon ab, daß nicht zu kleine Aktiengesellschaften oder zu kleine Kapitalien Gegenstand des Ultimohandels werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Das hängt mit Frage 6 zusammen, wo gefragt wird, ob es sich empfiehlt, den Terminhandel einzuschränken oder die Zulassung zum Handel von gewissen Voraussetzungen, z. B. einem bestimmten hohen Mindestkapital des Papiers, abhängig zu machen. Sie würden es also für angezeigt halten, bei Effekten ein erheblicheres Kapital als Voraussetzung des Terminhandels zu bezeichnen? Sind Sie im Uebrigen der Ansicht, daß der Terminhandel für gewisse Effekten nicht nothwendig wäre, um das legitime Handelsbedürfniß zu befriedigen, namentlich für Effekten, die dem lokalen Umsatze dienen?

Sachv. **Ladenburg:** In dieser Beziehung kann ich mich mit Ihrer Anregung einverstanden erklären.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte bemerken, daß die Anregungen, die ich gebe, keineswegs meine Anregungen sind, sondern sie sind entweder im Laufe der Diskussion hervorgetreten oder sind diejenigen Erwägungen, die zur Aufstellung der Fragen geführt haben. Ich möchte also die ganz positive Frage stellen, ob Sie der Ansicht sind, daß auch für solche Effekten, die nicht zum internationalen Geldausgleich dienen und sich nicht auf ausländische Valuten beziehen, ein wirthschaftliches Bedürfniß für den Terminhandel vorliegt?

Sachv. **Ladenburg:** In den Fällen, wo sie dem internationalen Verkehr dienen, besteht kein Zweifel.

Stellvertr. Vorsitzender: Jetzt handelt es sich um andere, lediglich lokalen Spekulationsinteressen dienende Papiere.

Sachv. **Ladenburg:** Da kann ich mich dahin äußern, daß ich ein hervorragend wirthschaftliches Bedürfniß nicht zu erkennen vermag.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu der Frage der Genehmigung der Staatsbehörden?

Sachv. **Ladenburg:** Im Allgemeinen bin ich gegen dieselbe.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie hier eine Ausnahme für zweckmäßig erachten?

Sachv. **Ladenburg:** Einen gewissen Einfluß würde ich für nützlich erachten, aber nur auf dem Verwaltungswege, nicht gesetzlich.

Stellvertr. Vorsitzender: Wohl zu dem Zweck, um die Gesichtspunkte zur Anerkennung zu bringen, die Sie für die Beurtheilung der Frage der Zulassung zum Terminhandel für berechtigt halten! Wollen Sie, Herr Lappenberg, die Güte haben, sich über die Fragen 2 bis 6 zu äußern.

Sachv. **Lappenberg:** Frage 2 ist sehr schwer zu beantworten.

Frage 3:

> „Welche Erwerbsgruppen oder welche anderen Klassen der Bevölkerung betheiligen sich vorzugsweise bei dem Terminhandel, und erfüllt derselbe für sie ein wirthschaftliches Bedürfniß, eventuell welche Vortheile gewährt ihnen derselbe?"

Vom praktischen Standpunkte aus kann ich nur sagen, daß sich manche Klassen, namentlich die wohlsituirten Klassen der Bevölkerung, daran betheiligen. Es giebt unendlich viele Kapitalisten in Hamburg, die von ihrem Gelde leben, das sind eigentlich diejenigen, die sich daran betheiligen, daß sich andere Klassen, geringere Klassen, daran betheiligen, gehört, glaube ich, zu den Ausnahmen. Ich weiß nicht, ob es überall so der Fall ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist von anderen Sachverständigen aus Hamburg die gleiche Ansicht geäußert worden.

Sachv. **Lappenberg:** Frage 4:

„Sind mit dem Terminhandel Nachtheile (häufigere Preisschwankungen, Schwänzen, Einsperrung und Festlegung von Vorräthen, Verführung des Publikums zum Börsenspiel und dergleichen mehr) verbunden?“

In gewissen Fällen kann es der Fall sein, daß häufige Preisschwankungen u. s. w. stattfinden, daß es in Folge dessen geschieht, kann ich nicht zugeben. Das wird sehr selten der Fall gewesen sein. Von Schwänzen 2c. habe ich in einzelnen Fällen gehört, aber in der letzten Zeit nicht. Im Ganzen kann ich von dem Terminhandel sagen, daß er das Geschäft erleichtert, indem Angebot und Nachfrage sich gegenüber stehen, und daß durch den Terminhandel der Privatmann oder der Spekulant in mancher Beziehung in der Lage ist, sich leichter und billiger die Deckung zu verschaffen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu der Frage, ob durch den Terminhandel eine größere Verführung des Publikums zum Börsenspiel herbeigeführt wird?

Sachv. **Lappenberg:** Durch den Terminhandel nein, das kann ich nicht zugeben. Wenn es keinen Terminhandel gäbe, so würden andere Modalitäten eingeführt werden, wodurch man sich sehr leicht Geld für Kasseneffekten verschaffen kann, wie es in New-York der Fall ist, wo man von Tag zu Tag, oder, wie seither in Wien, wo man von halber Woche zu halber Woche seine Sachen prolongiren konnte. Daß die Verführung durch den Terminhandel größer wird, kann ich nicht zugeben.

Stellvertr. Vorsitzender: Bei der Prolongation würde der Betreffende doch wohl einen Einschuß leisten müssen.

Sachv. **Lappenberg:** Aber ich bin überzeugt, daß, wenn der Terminhandel aufhörte, dann eben auch die Bedingungen, unter denen Geld zu finden wäre, ganz außerordentlich erleichtert werden würden.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Sie, sich über Frage 5 zu äußern, ob diese Nachtheile gar nicht oder nur zum Theil entstehen würden, falls die betreffenden Artikel nur auf sofortige Lieferung gehandelt würden. Da sind Sie der Ansicht, daß die Nachtheile im Wesentlichen sich gleich bleiben, eine Aenderung nicht eintreten würde. Bei 6 wird gefragt, ob es sich empfiehlt, den Terminhandel einzuschränken erstens nach der Richtung, daß man einen gewissen Minimalbetrag des Papiers verlangt, zweitens nach der Richtung hin, daß man gewisse Arten von Papieren, also Industrieaktien, Bankaktien, Bergwerkspapiere u. s. w. ausschließt.

Sachv. **Lappenberg:** Das ganze Termingeschäft bezieht sich, in Hamburg wenigstens, auf internationale Papiere. Eine Ausnahme bilden eigentlich nur Schifffahrtspapiere, auch sonstige Industrieaktien, und da halte ich es für ganz unwesentlich, ob sie per Ultimo oder per Kassa gehandelt werden dürfen.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Antwort ist mir nicht ganz klar. Soll sie bedeuten, daß Sie keine wesentlichen Nachtheile in dem Terminhandel sehen?

Sachv. **Lappenberg:** Ich sehe keine wesentlichen Nachtheile in dem Terminhandel.

Stellvertr. Vorsitzender: Erblicken Sie wesentliche Vortheile in dem Terminhandel in Industrieaktien, Bankaktien, Bergwerkspapieren u. s. w.?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, insofern sie sich leichter handeln lassen; der Preis wird nicht so sehr schwanken, als wenn das ganze Geschäft per Kasse gemacht wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist Ihr Motiv für die Zulassung des Terminhandels in diesen Arten von Papieren Dann werden Sie wohl auch gegen die Genehmigung der Zulassung von Staatsbehörden sein?

Sachv. **Lappenberg:** Gewiß, da würde ich auch dagegen sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich den Herrn Sachverständigen aus Fronkfurt om Moin, über die Punkte 2 bis 6 sich zu äußern.

Sachv. **Sulzbach:** Zu 2 ist der Nachweis nicht zu liefern, der Terminhandel besteht in Frankfurt seit den zwanziger Jahren und hat sich fortgebildet. Die Ursachen lassen sich nicht angeben.

Stellvertr. Vorsitzender: Diese Frage ist vorzugsweise mit Rücksicht auf den Waarenhandel gestellt. Hier ist die Frage im Wesentlichen mit Nummer 6 zu verbinden, ob es sich empfiehlt, den Terminhandel einzuschränken. Sie können die Frage auch gleich mit 6 verbinden. 4 und 5 bitte ich zusommen zu erledigen.

Sachv. **Sulzbach:** Meine Herren, daß der Terminhandel Nachtheile bietet, hode ich nie gefunden, im Gegentheil, ich habe gefunden, daß er hervorragend besser ist, als der Handel per Kasse. Am Besten zeigt sich das in den zwei Börsen in New-York. In New-York hoben sie eine Börse, welche vollständig dem Waarenhandel gewidmet ist, diese hat das Termingeschäft, die Effektenbörse aber vollzieht sich von Tag zu Tag, es wird von Tag zu Tag gekauft und prolongirt, es wird nicht, wie irriger Weise vielleicht angegeben worden ist, ein Einschuß geleistet, im Gegentheil, es wird nur die Differenz von einem Tag zum anderen regulirt. Es handelt sich da um weiter nichts, als um Feitsetzung des Zinsfußes, je nachdem, ob der Zinsfuß für Staatseffekten an der Börse $^1/_2$ oder $^3/_4$ höher ist, es vollzieht sich die Sache so, daß ein Geschäft Jahre lang prolongirt werden kann, es hat gar kein Hinderniß. Es ist dies mit dem Terminhandel insofern identisch, daß es die Spekulation nicht hemmt, hat aber entschieden die allergrößten Nachtheile, die man hier nicht kennt und die bei der Ehrlichkeit des deutschen Publikums auch schwerlich hier vorkommen werden. Ich kann dies am Besten mit einem Falle bezeichnen, der vor drei Vierteljahren vorgekommen ist. Damals war Geldklemme in Amerika, ein Haus hatte einen großen Posten in Effekten zu prolongiren, es wurde ihm gekündigt, es wandte sich an einen Amerikaner, der hier wor, dieser hat sofort durch die Deutsche Bank telegraphiren lossen, daß man dem Manne 500 000 Dollar zur Verfügung stelle, die Depesche kam eine halbe Stunde zu spät an, der Mann wurde exekutirt, und an derselben Börse waren dieselben Papiere 20 Prozent theurer nicht zu haben, der Mann hat die Kehle abgeschnitten bekommen. Es würde zu weit führen, dos weiter auseinanderzusetzen, es giebt Banken, die mit 100 000 oder 200 000 Dollars degründet sind, während sie 2 Prozent Steuer zu zahlen haben, sie stehen mit Leuten an der Börse in Verbindung, es kommen Halsabschneidereien vor, von denen man in Europa keinen Begriff hot. Ich würde dringend vor der Einschränkung des Terminhandels warnen, denn der Kassahandel würde gerade so wie in Amerika sich bei uns einbürgern und würde nur dazu führen, doß kleine Spekulonten in kritischen Zeiten so ausgebeutet werden, daß es ein Jammer wäre.

Stellvertr. Vorsitzender: Setzen die Verhältnisse in Amerika nicht voraus, doß täglich eine Verständigung zwischen dem Spekulanten und dem Hause, mit dem spekulirt wird, über die Höhe des Zinsfußes stattfindet?

Sachv. **Sulzbach:** Dos besorgt der Makler, das geht sehr einfach, wenn einer spekuliren will, sagt er zu dem Makler: ich will so und so viel Shares dovon hoben.

Stellvertr. Vorsitzender: Liegt nicht dorin ein abschreckendes Moment? Es wird vielfoch behouptet, daß, wenn das Differenzgeschäft durch die Gesetzgebung für absolut klagbar

erklärt und der Einwand, daß Spiel und Wette vorliegen, ausgeschlossen würde, darin ein abschreckendes Moment liegen würde; es würden sich viele Leute nicht an Spekulationen betheiligen, wenn sie diesen Einwand nicht hätten. Wenn es in New-York so ist, daß dem Spekulanten eigentlich jeden Tag die Kehle abgeschnitten werden kann, wenn er nicht über die Mittel verfügt, um die Forderungen baar zu bezahlen, sollte dann nicht gerade darin eine wesentliche Abschreckung liegen, so daß nur solche Leute an der Spekulation sich betheiligen, die jederzeit sicher sind, den Einschuß leisten zu können?

Sachv. Sulzbach: Das ist nicht der Fall, die Spekulation in Amerika ist viel leichtsinniger und viel stärker als bei uns.

Stellvertr. Vorsitzender: Das mag im Nationalcharakter der Amerikaner liegen.

Sachv. Sulzbach: Das liegt nicht allein im Nationalcharakter, sondern liegt darin: die Gelegenheit ist gerade so bequem, als wenn per Ultimo gehandelt würde, der Mann weiß ganz gut, wenn keine ganz exceptionellen Zeiten eintreten, daß er zu dem Normalzinsfuß die Sache prolongirt bekommt. Das Spekulationswesen wird überhaupt irrig gedeutet, man glaubt, es ginge von der Börse aus, das ist aber nicht der Fall. Das Spekulationswesen ist auf ganz anderen Gebieten zu suchen: es ist der Trieb im Menschen, Geld zu erwerben, und ein weiterer Trieb, der leider auch in Deutschland weit verbreitet ist, ist der Neid. Ich habe es gesehen, wenn die Industrie gut gegangen und viel Geld verdient worden ist, so sind die industriellen Werthe besser gegangen, mit dem Beginn dieser Zeit ist dem einen ein Geschäft geglückt, er hat es dem Nachbar erzählt, vielleicht seiner Frau ein hübsches Geschenk gemacht, diese hatte nichts Eiligeres zu thun, als es zu erzählen. Da hieß es: der hat das gemacht, du hättest es auch machen können, und so steckt einer den anderen an. Das geht dann so aufwärts, bis die Zeit kommt, in der die Industrie schlechter geht. Wir haben faktische Beweise davon bei uns gehabt. Es ist in der Industrie gut gegangen, es kamen die verschärften Zollgesetze, dadurch wurden der Industrie viel größere Dividenden zugeführt, und es ist der Kulminationspunkt erreicht worden. Natürlich hat Keiner geglaubt, daß dies auch eine Schädigung herbeiführen könnte. Als der Ruf: „Schutz der nationalen Arbeit“ gekommen war, sind die Zölle eingeführt worden, es hat jede Fabrik so viel mehr verdient, da hat aber der Kaiser von Rußland auch gesagt, das wäre ein schönes Wort „Schutz der nationalen Arbeit“, und hat es ins Russische so übersetzt, daß man nach Rußland nichts mehr hineinschaffen kann, und Mac Kinley hat es ins Englische übersetzt und auch den Verkehr abgeschnitten, dadurch sind wir geschädigt worden, und die Krisis trat ein. Wenn es der Industrie wieder besser geht, werden wir auch einen Aufschwung der Börse wieder haben. Leider sehe ich für mehrere Jahre keinen Aufschwung voraus und glaube, daß das Börsenspiel nicht statthaben wird, aber es ist eine falsche Ansicht, wenn man glaubt, die Spekulation ginge von der Börse aus; wenn das Publikum nicht mitgeht, ist die Börse Null.

Stellvertr. Vorsitzender: Darüber, inwieweit eine Betheiligung des Privatpublikums nothwendig ist, um die Börse in Stand zu setzen, ihre Aufgaben zu erfüllen, gehen die Ansichten der Sachverständigen nicht unerheblich auseinander. Manche der Herren Sachverständigen sind der Ansicht, die Betheiligung des Privatpublikums könnte an der Börse entbehrt werden, andere sind der Ansicht, daß ohne die Betheiligung des Privatpublikums die Börse nicht in der Lage sein würde, ihre Aufgabe zu erfüllen.

Sachv. Sulzbach: Ich glaube erstlich einmal, daß die Börse das Privatpublikum entschieden braucht, andererseits glaube ich, daß es ganz und gar unmöglich ist, das Privatpublikum zurückzuhalten. Wollen Sie Jemand verhindern,

wenn er spielen will, nach Monte-Carlo zu gehen und sein Geld dort zu verspielen? Wenn er spekuliren will, so spekulirt er. Vor nicht langer Zeit kam ein General zu mir, gerade als ich fortreisen mußte. Ich sagte: „Exzellenz, fahren Sie mit zur Bahn, denn ich muß fortreisen!" Er zeigte mir ein Sammelsurium von Papieren, die er gekauft hatte. Ich sagte: „Exzellenz, das sind keine Papiere für Sie" — der Mann hat nämlich kein großes Vermögen, er hat vielleicht eine halbe Million im Vermögen — „wenn Sie mir folgen, fahren Sie nach der Börse, verkaufen diese Sachen und kaufen sich preußische Konsols." Ich weiß nicht, ob er es gethan hat, aber ich habe ihm den Rath gegeben. Sie können mit Vorschriften, mit allem Möglichen kommen, Sie werden keinen Einfluß erreichen, denn Sie können die natürliche Freiheit nicht beschränken, daß Jeder sein Geld anlegt, wie er es will.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie führten an, wer spielen will, könnte daran nicht gehindert werden, er könnte nach Monte-Carlo gehen. Ich glaube, das ist doch eine erhebliche Erschwerung des Spiels. Sie werden zugeben, daß die Aufhebung der Spielbanken ganz wesentlich dazu beigetragen hat, um das Spiel einzuschränken; es fährt nicht Jeder nach Monte-Carlo.

Sachv. **Sulzbach:** Ganz gewiß, das ist eine Spielbank, eine Spielbank ist mit der Börse nicht zu vergleichen. Das sind Ansichten des Publikums, die Börse wäre eine Spielbank. Ich mache mit Jedem die Wette, wenn der Eine einen Sack Geld hat und der Andere hat ein kleines Säckchen Geld und er spielt Roulette und Letzterer ist Bankhalter, daß bald der ganze Sack drüben ist, aber die Börse ist kein Spielplatz — das ist Sache der Auffassung —, sondern man will unterrichtet sein von den Tendenzen, von der Entwicklung der Industrie ꝛc. Es ist ganz berechtigt, wenn Jemand sich das zu Nutze macht.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Meine Herren, ich halte mich zum Worte gemeldet, als der Herr Sachverständige seine sehr interessanten und lehrreichen Mittheilungen über das Treiben an der New-Yorker Börse machte. Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so hat er an diesem Beispiel der New-Yorker Börse beweisen wollen, daß das Kassageschäft ein viel gefährlicheres werden kann, als das Zeitgeschäft. Es scheint mir aber — ich berufe mich auf das, was der Herr Sachverständige gesagt hat —, daß dieses sogenannte Kassageschäft an der New-Yorker Börse, wie er es dargestellt, gar kein wirkliches Kassageschäft ist, denn das Wesen des Kassageschäfts, die sofortige Regulirung, fehlt ja nach seinen Angaben, es wird fortwährend prolongirt, häufig auf sehr lange Zeit hinaus. Dieses Beispiel scheint mir also nicht ganz beweiskräftig zu sein, denn es stellt einen Zustand dar, der in Wirklichkeit alle Nachtheile des Zeitgeschäfts hat, nur mit dem ferneren Nachtheile, daß auch in der Zwischenzeit fortwährend eine Exekution gegenüber den betreffenden unglücklichen Spielern möglich ist. Es ist also ein Zeitgeschäft, das noch viel schlimmer ist, als das in Deutschland übliche Zeitgeschäft.

Sachv. **Sulzbach:** Ich kann nicht ausfindig machen, wieso es kein Kassageschäft ist.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Es wird nicht regulirt.

Sachv. **Sulzbach:** Wenn ich eine Ordre gebe, zu verkaufen, so bekomme ich meine Sache per Kassa verkauft, der Andere kauft per Kassa, geht zu dem Dritten und sagt: ich habe kein Geld, leih mir das Geld bis morgen. Es bleibt immer ein Kassageschäft von heute auf morgen. Es ändert an der Charakteristik des Kassageschäfts nicht das Allergeringste, daß der Mann den zweiten Tag wieder hingeht und sagt: ich habe wieder kein Geld, prolongire noch einmal.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Es ist ein Kassageschäft, das aber nicht, wie es bei dem wirklichen Kassageschäft der Fall ist, sofort regulirt wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Läßt es sich bei der großen Geschäftsfülle praktisch durchführen, daß über jedes einzelne Geschäft an jedem Tage Verhandlungen zwischen den beiden Spekulanten stattfinden? Läßt sich das praktisch machen, daß der eine Spekulant zum anderen hingeht und sagt: ich will das Geschäft prolongiren, bist du einverstanden, und unter welchen Bedingungen? Läßt die Zeit der Spekulationshäuser, ich will einmal sagen einer großen Bank, es zu, die dadurch nothwendigen geschäftlichen Erörterungen zu pflegen?

Sachv. **Sulzbach:** Das vollzieht sich in der allereinfachsten Weise; die Makler haben ihre Verbindung mit den Banken, die Geld in großem Maßstabe ausleihen. Sie wissen also, denn sie sind instruirt: zu dem und dem Zinsfuß bekommt man das Geld, sie sagen: du kannst das Geld zu dem und dem Zinsfuß haben. So lange sie das Gegentheil nicht sagen, geht das so weiter.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Wollen Sie uns nicht den historischen Grund anführen, warum es in New-York so ist? Sie erklären, daß New-York den Terminhandel in Effekten nicht hat, während es den Terminhandel in Waaren hat.

Sachv. **Sulzbach:** Soviel ich weiß, ist es ungesetzlich. Es ist ungesetzlich und rührt von langen Perioden her, von damals, als die amerikanische Staatsbank bankerott wurde. Von diesem Zeitpunkt an, ist, soviel ich weiß, das Gesetz kreirt worden, aber ich kann es nicht als Faktum behaupten.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Sie meinen, wenn der Staat bei uns ein Verbot erließe, so würde dasselbe eintreten?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Sachverständige führte den Fall eines Amerikaners an, welcher nach Deutschland gekommen war und diese Reise aus Veranlassung geschäftlicher Transaktionen machte. Der Herr Vorsitzende knüpfte hieran die Vermuthung, daß in Amerika wohl nur bemittelte Leute Spekulationen machen könnten. Ich verstand das Beispiel anders. Ich glaube, hier handelte es sich nicht darum, daß Geld fehlte, sondern daß die Stücke fehlten.

Sachv. **Sulzbach:** Das war eine Spekulation eines Hauses, bei der es sich um 500 000 Dollars von einem Effekt handelte. Da hat die betreffende amerikanische Bank die 500 000 Dollars um 12 Uhr verkauft, und 10 Minuten nach 12 Uhr war die Depesche drüben, man solle die 500 000 Dollars geben, es war aber bereits exekutirt.

Stellvertr. Vorsitzender: Das würde bei uns nicht vorkommen, wenn nachgewiesen ist, daß Limiten auf 85 vorliegen, würde Niemand zu 65 verkaufen können.

Sachv. **Sulzbach:** Ich habe gesagt, das Depot wurde um 12 Uhr präzise versteigert.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich entnehme vom juristischen Standpunkt, daß die Verhältnisse so molluskenhafter Natur sind, daß es nur einiger Findigkeit bedarf, um aus dem Zeitgeschäfte, wenn es in Zukunft verboten würde, ein sogenanntes Kassageschäft zu machen. Das Einfachste wäre ein Revers zur Kreditirung sei es der Stücke, sei es des Preises mit Ertheilung des Auftrages, zu einer bestimmten Zeit wieder zu verkaufen. Ich glaube, das übersteigt nicht den Scharfsinn eines ganz einfachen Kautelenmachers. Ich sehe kein wirthschaftlich ernstes Hinderniß, wenn das eine verboten würde, es in die Form des anderen zu kleiden. Ich möchte aber auf eine andere Frage kommen. Der Herr Vorsitzende hat hervorgehoben, daß die uns gemachten Auskünfte, inwieweit

die Börse die Zeitgeschäfte braucht, um ihre Aufgabe zu erfüllen, verschieden gelautet haben. Wenn es darauf ankam, angebliche Widersprüche aufzuklären, so geschah das in der Weise, daß zwischen Privatpublikum und Privatpublikum gewissermaßen unterschieden wurde. So ist es mir auch immer nicht vollkommen klar, was eigentlich die Herren mit einer gewissen Verächtlichkeit Spiel und was sie ernsthaftes Geschäft nennen. Denken Sie sich, es käme ein Gesetz, welches jeder Person, die nicht Bankier oder Börsenbesucher ist, verböte, Zeitgeschäfte zu machen, wie würde die Börse dann aussehen, würde das ein Zustand sein, der möglich wäre?

Sachv. **Sulzbach:** Gewiß wäre er sehr einfach möglich. Es würde jeder Bankier einfach sagen: du bist mein Kunde, ich eröffne dir ein Kontokurrent, ich eröffne dir eine Kasse. Die Spekulation können Sie damit nicht beseitigen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich sehe im Augenblick von dem Unterschied ab — für mich ist er rein äußerlich —, ob es Zeitgeschäft oder Kassageschäft ist; man kann im Kassageschäft ebenso gut spielen, wie im Zeitgeschäft. Ich meine bloß, kann ein offenes Bekenntniß des Inhalts abgelegt werden, daß die Börse das Privatpublikum, die potenten Leute, zum Spekulationsgeschäft braucht, oder könnte die Börse ihre Aufgaben erfüllen, wenn bloß Börsianer, um mich so auszudrücken, miteinander spielten?

Sachv. **Sulzbach:** Die Börse vermittelt den Handel nach überall hin. Heute, wo die ganze Welt sich nahe gerückt ist und wo der Handel in vielen Beziehungen ineinander greift durch Wechsel und alles Mögliche, wäre die Schädigung des allgemeinen Handels etwas ganz Kolossales. Eine Beschränkung in dieser Weise würde mit sich bringen, daß das, was wir vor 20 Jahren England gegenüber erreicht haben, daß Deutschland sich aufgeschwungen und die Tributpflichtigkeit gegen England abgestoßen hat, wieder verloren gehen würde. Es würden die Engländer wieder hervortreten. Wir haben sie durch Fleiß und Kunst und geringere Provisionen bezwungen und haben Deutschland um viele, viele Millionen bereichert; wenn der Handel in dieser Weise beschwert würde, so behaupte ich, daß die Steuerfähigkeit des Landes benachtheiligt werden würde. Ich würde es für sehr schädlich halten, wenn solche Beschwerungen kämen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe früher die Frage dahin gerichtet: ist es nicht richtig, je mehr das Spekulationsgeschäft an der Börse gepflegt wird, desto förderlicher ist das dem Handel, und es bedarf der Heranziehung des Privatpublikums, um die Zahl der Spekulationsgeschäfte möglichst zu vergrößern? Ich müßte mich sehr täuschen, wenn nicht Herr Generalkonsul Russell auf diese Frage implicite mit einem ja geantwortet hätte. Es ist wiederholt die Rede gewesen von den reichen Bäckermeistern. Ich weiß nicht, ob die Bäckermeister besonders zur Spekulation geneigte Personen sind. Dann hat einer der Sachverständigen den potenten Mann, der innerhalb seines Budgets reine Spekulationsgeschäfte, reine Differenzgeschäfte macht, als einen Typus reklamirt, den die Börse zur Erfüllung ihrer Aufgaben braucht.

Sachv. **Sulzbach:** Ich gestehe vollständig, ohne Spekulation ist die Börse lahmgelegt, denn die Fluktuationen würden furchtbar sein, wenn bloß das, was man heute braucht, oder morgen zu haben wünscht, gehandelt würde; wenn die Spekulation nicht eingriffe, so kämen Preisvariationen, die so fürchterlich wären, daß sich Jeder hüten würde, die Ordres an deutsche Börsen zu geben, sondern er würde sie an Börsen geben, wo eine Ausgleichung der Preise stattfindet. Wenn hier verboten würde, italienische Rente zu kaufen, so würde ich nach Paris telegraphiren, warum? mit 5 Centimes nimmt mir ein Spekulant sie ab. Die Spekulation ist eine unbedingte

Nothwendigkeit zur Unterstützung jedes großen Marktes, denn es findet ein Preisausgleich dadurch statt.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich finde in Ihren Bemerkungen nur eine Begründung des Terminhandels solcher Effekten, welche international gehandelt werden. Sie führten als Hauptmotiv an, daß das Ausland die Ordres nicht nach Deutschland, sondern nach anderen Orten geben würde, wenn hier kein Terminhandel in solchen Effekten bestände. Es ist aber nur ein geringer Prozentsatz von Papieren, die international gehandelt werden.

Sachv. **Sulzbach:** Die einheimischen Papiere, die per Ultimo notirt werden, sind von geringerer Zahl, nur solche von starken Beträgen; gegen solche von geringeren Beträgen würde ich mich ganz entschieden aussprechen. Ich halte die Art und Weise, wie es heute gehandhabt wird, für vollständig korrekt, daß die großen Banken und die anderen Werthe, welche gehandelt werden, notirt werden, und würde eine sehr große Schädigung darin finden, wenn man das aufgeben wollte, da der Kassahandel dem Privatpublikum nur Schaden bringen kann. Wenn einer zu kaufen oder verkaufen hat, ist der Preisunterschied ein ganz anderer, als wenn es per Ultimo geschieht, der Kurs regulirt sich viel leichter. Beim Ultimo kommen Sachen nicht vor, denen der Privatmann preisgegeben ist, wenn er per Kasse kaufen oder verkaufen will, der Preis wird so viel herunter- oder hinaufgesetzt.

Stellvertr. Vorsitzender: Da greift die Spekulation auch ein, wie Sie selbst sagen.

Sachv. **Sulzbach:** Gewiß, ich sage, die Spekulation ist ein Schutz für das ökonomische Publikum, daß, wenn es Anlagen machen oder verkaufen will, die Preisschwankungen nicht so willkürlich gemacht werden können wie beim Kassageschäft.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen um die Definirung des Begriffs Spekulation in diesem Falle bitten. Ich möchte ihn fragen, ob er nicht der Meinung ist, daß bei jeder wirthschaftlichen Anlage irgend welcher Art, also auch bei der Anlage von Geld in der Absicht, zunächst auf eine vorläufig begrenzte Zeit überhaupt nicht wieder die Papiere zu verkaufen, sondern nur die Zinsen zu beziehen, doch immer das obwaltet, was man eine Spekulation nennt, nämlich ein geistiger Vorgang, der sich auf das basirt, was der Käufer aus der Vergangenheit und der Gegenwart weiß und woraus er sich ein Bild in Bezug auf diese Anlage für die Zukunft macht, und ob es ein wesentlicher Unterschied ist, ob Jemand beim Ankauf bereits weiß: aus den und den Umständen werde ich genöthigt sein, innerhalb vier oder sechs Wochen wieder zu verkaufen, oder ob er diesen Zeitpunkt des Wiederverkaufes noch nicht weiß, sondern zunächst die Sachen erwirbt, um davon die Zinsen zu genießen. Ich möchte also den Herrn Sachverständigen fragen, ob er einen wesentlichen und bemerkbaren Unterschied und eine genau zu definirende Grenzlinie zu ziehen im Stande ist, wo das, was man Spekulation nennt, anfängt, und wie er das Andere, was er nicht Spekulationen nennen würde, wohl bezeichnen würde.

Sachv. **Sulzbach:** Das ist nach meinem Dafürhalten nicht zu definiren, denn wenn Jemand etwas kauft, es ist ihm eine Hypothek gekündigt worden, er will das Geld anlegen und er kauft sich Diskontokommandit oder irgend einen anderen Artikel, dann wirken die Nerven mit, es ist Spekulation. Wie wollen Sie das definiren? Es ist nicht möglich, es liegt in der menschlichen Natur, wenn er etwas kauft, will er gewinnen. Da kann ich keine Definition geben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es schien mir, als wenn Herr Geheimrath Frentzel die Absicht hätte, die Antwort auf meine Frage modifizirt zu erhalten. Ich habe gar kein Interesse.

Die Frage ist nicht nach irgend welcher Richtung hin suggestiv, ich will mich nur über die Menschlichkeit in den Dingen vergewissern. Wenn ich die Auskunft bekomme, daß das, was sogenanntes Spiel ist, bis zu einem gewissen Grade zum Fortbestehen der Börse für ihre Aufgaben erforderlich ist, so muß ich die Frage ganz anders entscheiden, ob und was ich gegen das Börsenspiel thun will, und ich habe das Urtheil, daß die Herren der Meinung sind, die Börse vermöge diejenigen Geschäfte nicht zu entbehren, die lediglich zum Zweck des Differenzgewinnes von potenten Leuten gemacht werden. Ich scheide zwischen denjenigen, welche in der Absicht handeln, die gekauften Effekten in den Kasten zu legen, sie dauernd zu behalten, und denen, die bloß auf den Markt hin spekuliren und sich sagen: das Papier wird steigen. Ob Letztere dann wegen der erforderlichen Pflicht zur Abnahme, an die sich die Differenzrealisirung erst durch Wiederverkauf knüpfen kann, die Effekten zwei oder drei Tage behalten oder ob sie gleich abmachen: ich will das Papier nicht haben, sondern die Differenz; darauf lege ich kein Gewicht und ich frage nun, ob es nicht in den Verhältnissen begründet ist, daß zentrale Börsen ein Publikum brauchen, welches zu Geschäften in dieser Art sein Vermögen hergiebt, ob nicht die Börse bis zu einem gewissen Grade veröden würde, wenn sie das zahlungsfähige Publikum, das zu diesen Zwecken operirt, entbehren würde.

Sachv. **Sulzbach:** Die Börse würde bestehen so wie so, die Börse bedarf des Futters nicht, sie hat ihre Nahrung in sich, aber Sie würden, wenn Sie solche Gesetze machen, den allgemeinen Handel so schädigen, daß die Börse in ihrer Größe und ihrer Tüchtigkeit und in der ganzen Ausdehnung des Handels so zurückginge, daß es Plätze wie Augsburg würden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das verstehe ich nicht, ich glaube, das ist dasselbe, was ich meine. Wenn Sie meine Voraussetzung leugnen wollten, so würde ich sagen: warum verbietet man es nicht jedem Privatmann, Jedem, der nicht das Börsengeschäft als solches betreibt, Zeitgeschäfte zu machen? Würde das der Börse ganz gleich sein, würden die Herren sagen: diese Leute brauchen wir nicht? Ich glaube Sie so verstehen zu müssen, daß Sie sagen, wir brauchen sie.

Sachv. **Sulzbach:** Wir brauchen die Spekulation zur Aufrechterhaltung der Größe der Börse. Wenn, was Sie erwähnt haben, den Leuten verboten würde, Zeitgeschäfte zu machen, so würde eintreten, daß ein verdecktes Kassengeschäft den Terminhandel ersetzte.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie kommen immer auf äußere Dinge, warum sagen Sie nicht einfach: es wäre kein Unglück, wenn solches Verbot erfolgte?

Sachv. **Ladenburg:** Ich wollte die Frage des Herrn Präsidenten Wiener einfach bejahen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich muß auf die Sache zurückkommen. Auch in der Fragestellung des Herrn Präsidenten Wiener hat er mit den Ausdrücken Spekulation, Spiel- und Börsendifferenzgeschäft gewechselt. Dadurch, daß immer mit diesen Ausdrücken so gewechselt wird, kommt man nicht dazu, zu definiren, was der Fragende eigentlich genau meint, wenn hier gefragt wird, kann eine Börse ohne Spekulation bestehen. Diese allgemeine Frage: kann der Handel ohne Spekulation bestehen — die Spekulation ist immer das Rechnen mit einem Ungewissen, das ist das Wesentliche, was die Spekulation auszeichnet — wird, meine ich, keiner der Sachverständigen verneinen, Herr Präsident Wiener, glaube ich, will aber eigentlich eine Antwort darauf haben: sind diejenigen Elemente, welche eigentlich ein Handelsgewerbe nicht treiben, sondern welche, obgleich sie potent und in der Lage wären, ihren Engagements zu genügen, die Neigung haben, Fonds mit der

Absicht zu kaufen, sie wieder zu verkaufen beziehungsweise zu verkaufen in der Absicht, sie wieder zu kaufen, um daraus Gewinn zu ziehen, ein nothwendiges Requisit? Und da muß ich einsetzen: in welcher Zeit? Denn an und für sich giebt es, glaube ich, überhaupt keinen Menschen, der den Wiederverkauf als etwas Mögliches ablehnt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube, ich habe mich klar ausgedrückt, was ich meine: ich meine, der Unterschied ist in gewissem Sinn nur ein individueller. Ich möchte den Satz tilgen, welcher etwa sagte, die Börse brauchte überhaupt die Leute, die bloß auf Differenzgewinn ausgehen, nicht, ich nehme an, die Börse braucht Leute, die bei ihrem Geschäftserwerb bloß auf Differenzgewinn ausgehen, allerdings, aber sie will und braucht auch nur Leute, die das in mäßigen, ihren Verhältnissen entsprechenden Dimensionen, und zwar aus eigener Veranlassung, ohne Provokation machen. Diese Geschäfte erachtet die Börse als anständige Geschäfte, diese Geschäfte braucht sie, sie weist sie, auch die sogenannte anständige Börse, nicht deshalb zurück, weil sie bloß auf Differenzgewinn und nicht auf Anlage hinausgehen, sie legt keinen Werth darauf, ob das Geschäft gleich in Differenzgewinn realisirt wird, oder ob die Papiere auf zwei oder drei Tage abgenommen werden zu dem Zwecke, um mit Differenzgewinn zu realisiren. Die Geschäfte, welche ich als unanständig erachte, sind diejenigen mit Leuten, welche, selbst ohne Erfahrung, von Anderen zu derartigen Geschäften provozirt worden sind, und diejenigen Geschäfte, bei denen bekannt ist, daß die Leute ihren Verhältnissen entsprechend für die Höhe des Risikos unzulänglich sind. Dazwischen steht eine dritte Kategorie von Leuten, deren Vermögen für das Risiko nicht absolut unzulänglich ist, die aber über ein einzuhaltendes vernünftiges Maß hinaus, aus eigenem Willen beherzt auf den reinen Glückszufall spekuliren. Ich möchte aus der Gesammtheit dessen, was als Spiel bezeichnet wird, gewisse Kategorien herausgeschält wissen, von denen die Börse sagt: diese Leute brauchen wir, dieser Leute Handlungen, den Verkehr mit diesen Leuten halten wir für einen zulässigen, den Verkehr mit den anderen, von mir hier bezeichneten drei Kategorien nicht, und das glaube ich, haben die Herren in diesem Sinne beantwortet.

Stellvertr. Vorsitzender: Den Eindruck habe ich auch, als ob Sie diese Frage bejaht haben.

Sachv. **Sulzbach:** Wir können an der Börse nicht unterscheiden, was Spiel ist. Jedes Engagement kann auf den Wunsch des Einen oder des Anderen vollständig ausgeführt werden: wenn ich etwas kaufe, so liefere ich mein Geld und bekomme die Waare, wenn ich verkaufe, so bin ich verpflichtet, die Waare zu liefern, sie wird in Empfang genommen. Ein Kennzeichen giebts dafür nicht, das existirt an der Börse noch nicht.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Herr Präsident Wiener hat, wenn ich ihn verstanden habe, drei Kategorien gemacht, die erste, von der er annimmt, daß die Geschäfte von Leuten gemacht werden, die an der Börse sind, ist legitim, eine zweite, deren eigentliche Geschäfte, soweit sie an der Börse gemacht werden, allenfalls auch noch legitim sein könnten, die nur illegitim wird dadurch, daß außerhalb der Börse unerfahrene Leute verleitet werden, und eine dritte Kategorie, die eigentlich nur auf Hazard geht, Leute, die von Haus aus wissen, sie können nicht erfüllen, die auf den Glückszufall rechnen. Nun möchte ich die Herren fragen, wenn sie sagen, sie brauchten die Spekulation, ob sie nicht der Meinung sind: zu einer Börse gehört die erste Kategorie.

Sachv. **Sulzbach:** Ich muß sagen, theoretisch kann die letzte Kategorie bestehen, praktisch wird sie nicht bestehen, denn wer leiht so Jemandem etwas?

Stellvertr. Vorsitzender: Es kommt in großem Umfange vor, daß Leute über ihre Verhältnisse spekuliren, daß Spekulationsgeschäfte vorliegen, die unter die zweite Kategorie fallen, die also als nicht berechtigt und als nicht nothwendig für die Befriedigung der Bedürfnisse der Börse anzusehen sein würden. Herr Präsident Wiener will das Verhältniß der unberechtigten Spekulation zur berechtigten feststellen, weil man, je nachdem man diese Frage beantwortet, daraus andere Schlüsse würde ziehen müssen. Wenn die Herren sagen: wir brauchen nur die Leute, die innerhalb ihrer Potenz spekuliren, dann würde man daraus folgern können, daß, wenn die Gesetzgebung es allen übrigen unmöglich macht, zu spekuliren, die Interessen der Börse nicht geschädigt werden.

Ich würde bitten fortzufahren, Sie haben zu den Fragen 4 und 5 sich noch nicht geäußert, ob durch das Kassageschäft diese Schwänzen u. s. w., die Verführung des Publikums mehr oder weniger ebenso herbeigeführt worden, wie durch das Zeitgeschäft.

Sachv. **Sulzbach:** Die Schwänze kommt selten vor, wenn sie vorkommt, ist es immer dasselbe, es ist wie bei zwei Kämpfern, die beide blutig weggetragen werden, weil sie Haare haben lassen müssen, das Publikum wird nicht geschädigt. Ich weiß an der Effektenbörse nur einen Fall.

Stellvertr. Vorsitzender: Derselbe ist uns bekannt. — Wir können zu der Frage der Verführung des Publikums zur Theilnahme am Börsenspiel übergehen. Die einen Sachverständigen meinen, im Termingeschäft liege ein größerer Anreiz, andere meinen es nicht.

Sachv. **Sulzbach:** Ich halte von dem Gesichtspunkte der Verführung des Publikums nichts, wenn die Lust nicht vorhanden ist, so läßt es sich nicht verführen, wenn das Publikum nicht Reiz nach Geldgewinn hat, so geht es nicht an die Börse und, wie ich erwähnt habe, nur dann, wenn ein Aufschwung der Industrie stattfindet, kommt die Verführung, weil der eine dem anderen erzählt: ich habe verdient. Wie eine Verführung des Publikums von der Börse aus zu verstehen ist, ist meinem Verstande nicht verständlich.

Stellvertr. Vorsitzender: Auf anderen Gebieten kennt man alle diese Verführungen, aber Ihre Erfahrung spricht dagegen, daß auf diesem Gebiete das Publikum der Verführte ist. — Zu Nummer 6 haben Sie sich im Wesentlichen schon geäußert, daß Sie das Termingeschäft — wenn ich recht verstanden habe — in Industrieaktien, Bankaktien und Bergwerkspapieren für nothwendig und berechtigt erachten.

Sachv. **Sulzbach:** Ja.

Stellvertr. Vorsitzender: Welchen Vortheil erblicken Sie in dem Terminhandel gerade in diesen Effekten? Bei anderen Papieren also z. B. bei ausländischen Valuten, kann man den Fabrikanten, der nach dem Ausland verkaufen und sich decken will, anführen; bei diesen Papieren sind eigentlich Beispiele für die Nothwendigkeit des Terminhandels weder in der Presse noch von der Wissenschaft hervorgehoben worden.

Sachv. **Sulzbach:** Da gehe ich von dem Gesichtspunkt aus, daß der Ultimokurs ein viel regelmäßigerer ist, als der Kassakurs, und daß bei den Umsätzen, die ziemlich bedeutend sind, das Publikum weit mehr geschädigt und ausgebeutet werden würde, wenn diese Papiere nur per Kassa gehandelt würden, weil regelmäßig der Kurs beim Kassageschäft eingerichtet werden könnte nach dem, wie der Einzelne kaufen oder verkaufen will.

Stellvertr. Vorsitzender: Diese Mittheilung ist von großem Interesse, wenn wir nachher an die Erörterung des Kassageschäftes kommen. Sie sagen, beim Kassageschäft würde der Kurs beliebig gemacht werden können!

Sachv. **Sulzbach:** Naturgemäß würde sich das herausstellen.

Stellvertr. Vorsitzender: Alsdann können wir wohl diesen Punkt verlassen. Wie Sie sich zu der Unterfrage der staatlichen Genehmigung stellen, erledigt sich. Ich bitte zu 7 überzugehen mit den einzelnen Unterabtheilungen. Wollen Sie zunächst die Güte haben, sich zu äußern, Herr Justizrath Lesse.

Sachv. **Lesse:** Was das sogenannte Differenzgeschäft betrifft, so halte ich die Scheidung in reelle und in Spielgeschäfte auf Grund dessen, was schon gesagt worden ist, für kaum möglich, äußerlich treten sie vollständig gleich auf: es tritt zunächst die Abmachung ein über das Geschäft selbst, die Korrespondenz mit dem Kaufmann, in den meisten Fällen tritt Prolongation ein, wo nicht erfüllt wird, und endlich kommt die Ausführung. An die Spitze möchte ich den Satz stellen: pacta servanda sunt. Was die gegenwärtige Rechtsprechung betrifft, so ist dieselbe auf einen unhaltbaren Standpunkt, möchte ich sagen, angekommen. So lange man sich fragte: ist wirklich verabredet worden, daß das ein reines Differenzgeschäft sein sollte? — so ging das ja, man konnte sagen, dann ist nicht geschehen, was äußerlich auf das Papier gebracht worden ist, aber jetzt geht man auf die konkludenten Thatsachen ein, und der eine Richter sagt: wenn ein armer Schulmeister aus dem Gebirge einen solchen Vertrag geschlossen hat, so muß man annehmen, er hat nur die Differenz machen, nicht geliefert bekommen wollen, der andere Richter fragt — der Fall ist vorgekommen — ob der Kaufmann, der das Differenzgeschäft gemacht hat, einmal die Aeußerung gemacht hat: so viele Millionen haben wir Alle nicht, um all die Geschäfte auszuführen, die wir schließen, daraus schließe ich, daß ein reines Differenzgeschäft vorliegt. Das Reichsgericht hat verschieden erkannt, der dritte Senat hat sich etwas anders verhalten, als der sechste. Es ist mir in diesen Tagen das neueste Erkenntniß des sechsten Senats gegen ein Erkenntniß des Kammergerichts zugekommen, in welchem das Kammergericht sagt, es verlange, wenn man von konkludenten Thatsachen spricht, den bestimmten Nachweis, daß keiner der beiden Kontrahenten ein Effektivgeschäft gewollt haben könne. Da sagt das Reichsgericht: „Diese Auffassung kann nicht aufrecht erhalten werden, weil sie weder dem Wesen der stillschweigenden Willenserklärung entspricht, noch dem Grundsatz der freien Beweiswürdigung. Es liegt in der Natur der Sache, daß eine stillschweigende Vereinbarung in der Regel nicht mit derselben Evidenz dargethan sein kann, wie eine äußere Thatsache. Der Richter, dem die thatsächliche Feststellung obliegt, hat zu prüfen, welches Gewicht auf die Annahme des stillschweigenden Einverständnisses zu legen ist, muß sich aber vergegenwärtigen, daß ein stringenter, jede andere Möglichkeit ausschließender Nachweis regelmäßig nicht verlangt werden kann." Dann geht es über auf die Beurtheilung der einzelnen Thatsachen, warum eben solche als konkludent betrachtet werden und daß dies nicht genügend gewürdigt ist.

(Senatspräsident Dr. Wiener: Es ist nicht vom sechsten, sondern vom ersten Zivilsenat.)

Ja, vom ersten Zivilsenat, es hat den Beschluß der sechsten Zivilkammer vernichtet. Ich meine, bei dieser Art kommt der Richter zu einer ganz bedenklichen Souveränität. Es ist ja schon häufig darüber geklagt worden, daß man durch das Prinzip der freien Beweiswürdigung den Richter zu großer Souveränität bringe, hier ist es indessen noch schlimmer. Ich will zugeben, daß aus diesen kleinen konkludenten Thatsachen im Allgemeinen die mögliche Absicht der Leute gefolgert werden kann, aber hier ist mehr nothwendig: wenn eine klare Abmachung zwischen dem Bankier und der Partei vorliegt, wenn beispielsweise die Prolongationsabmachung, denn bestimmter kann sie nicht sein, ein-

gegangen wird, so muß man beweisen, daß Simulation vorliegt, daß diese Abmachung nicht, sondern eine andere gelten sollte, und da weiß ich nicht, wie dieser Beweis anders geführt werden soll, als wieder durch die Behauptung einer Abmachung, und darum glaube ich, diese Abmachung muß stringent bewiesen werden. Sonst kommen wir zu einer Souveränität der richterlichen Entscheidung, die in vielen Fällen gefährlich sein könnte. Ich kann aus diesen Gründen und aus den allgemeinen Gründen der Moralität nur wünschen, daß dieser Einwand gesetzlich verweigert werde, diesen Einwand keiner machen dürfe. Ich glaube, das wird eher vom Spekuliren abhalten, als das Entgegengesetzte.

Es ist dann vorgeschlagen, ob nicht überhaupt, derartige Geschäfte zu machen nur eingetragenen Kaufleuten gestattet werden solle, Privatleute aber ausgeschlossen sein sollten. Das wäre ein großer Eingriff in das ganze Prinzip des Handelsgesetzbuchs z. B. des Artikels 277, der aufstellt, daß präsumtiv nach denselben Grundsätzen beide Kontrahenten zu beurtheilen sind, es wäre auch ein großer Eingriff in die Bewegungsfreiheit, aber ich frage mich: was würde es für praktische Folgen haben? und diese muß ich gleich Null veranschlagen. Wenn man wirklich zu dieser Scheidung käme und sagte, es sollen das nur Kaufleute thun, den Anderen sollen solche Geschäfte verboten sein, so würde der einigermaßen Findige selbstverständlich irgend eine Maßregel finden, wie er doch spekuliren könnte: er würde eine Abmachung treffen mit einem kleinen Bankier, vielleicht mit der schlimmsten Sorte von kleinen Bankiers, wodurch er betheiligt an dem Geschäft des Bankiers würde. Es würden so viele Möglichkeiten vorliegen, eine solche Bestimmung zu umgehen, daß ich schon deshalb sagen muß: einer solchen Bestimmung könnte ich nicht das Wort reden. Wenn dagegen hier gesagt ist, ob eine solche Bestimmung hinsichtlich der Handelsangestellten getroffen werden soll, so ist das eigentlich eine andere Frage, aber ich erachte sie für sehr bedeutsam und möchte meinen, daß jede Maßregel zu billigen wäre, welche diesem Unwesen steuern könnte. Ich meine, daß die Kaufmannschaft dagegen nicht, was in ihren Kräften stand, gethan hat, möchte aber glauben, daß es um so eher versucht werden muß. Ich würde nicht dagegen sein, daß, wer als Kaufmann anzusehen ist und weiß, daß er mit Handelsangestellten handelt, zu bestrafen wäre, jedenfalls meine ich, daß man der Frage, ob solche Geschäfte ungiltig sein sollen, näher treten könnte. Bis zu einem gewissen Grade ist ihr Artikel 56 näher getreten, wenn er sagt: „Solche Geschäfte können in Bezug auf Handelsangestellte für ungiltig erklärt" u. s. w. Ich meine, man müßte hier so weit wie möglich gehen, um dieses Unwesen zu beseitigen. Ich glaube, mich dagegen aussprechen zu sollen, daß Differenzgeschäfte für unklagbar erklärt werden, und kann mir von der Beseitigung der Prämiengeschäfte, Stellagegeschäfte u. s. w. keinen Erfolg versprechen, besonders da doch, wie bekannt, es Geschäfte sind, die das Risiko beschränken. Ich glaube, daß keine Veranlassung hierzu vorliegt.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte fragen, weshalb der Herr Sachverständige in dem Abschluß von Zeitgeschäften seitens Handelsangestellter ein besonderes Unglück erblickt.

Sachv. **Lesse:** Weil der Handelsangestellte dadurch korrumpirt, zur Veruntreuung verführt wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Findet das nicht auch auf andere Kategorien Anwendung, auf Verwalter von öffentlichen Kassen, von Materialien u. s. w., auf Vormünder, die mit dem Vermögen ihrer Mündel spekuliren? Der Wunsch des Verbots der Termingeschäfte für Handelsangestellte ist uns vorzugsweise von Bankhäusern entgegengetreten, und man kommt unwillkürlich zu der Auffassung, als ob diese vorzugsweise ihre eigenen Interessen geschützt sehen wollen. Es haben sich übrigens viele Sachverständige dem nicht verschlossen, daß man, wenn

man bezüglich der Handelsangestellten eine solche Bestimmung trifft, alle Kategorien, die in einer ähnlichen unselbstständigen Lage sich befinden und bei denen ähnliche Bedingungen vorliegen, gleich behandeln müßte.

Sachv. **Lesse:** Ich glaube, es liegt diese Frage etwas anders, sie stehen diesen ganzen Geschäftskreisen näher, es ist das Gefährliche, daß sie Alles zu übersehen glauben.

Stellvertr. Vorsitzender: Es handelt sich nicht um die Angestellten von Banken, sondern um die Handelsangestellten überhaupt, und der Gesichtspunkt, den Sie hervorheben, daß sie ihre Prinzipale bestehlen und betrügen, kann auch in einer ganzen Reihe von anderen Fällen vorkommen; es kommt dies auch bei Leuten vor, die nicht an Banken angestellt sind.

Sachv. **Lesse:** Ich habe diese hervorgehoben, weil sie im Fragebogen stehen, im Uebrigen bin ich nicht abgeneigt, eine allgemeine Bestimmung zu treffen, wenn sie sich ermöglichen läßt. Wir kommen später vielleicht darauf, daß das französische Recht betreffend die escroquerie einen kleinen Anhalt wenigstens hier bietet. Eine derartige Strafbestimmung, wenn sie zu ermöglichen ist, würde ich befürworten, und ich meine, hier wird es nicht anders gehen, als daß man auch gegen diejenigen vorgeht, die mit solchen Leuten Geschäfte machen.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie sprechen sich einerseits mit großer Energie gegen jede Beschränkung der Vertragsfreiheit aus, nun aber wollen Sie so weit gehen, bei Handelsangestellten die Geschäfte sogar für ungiltig zu erklären. Meine Frage bezweckt, den Grund festzustellen, weshalb Sie die Handelsangestellten besonders nachtheilig behandeln wollen, weshalb Sie diesen gegenüber das Bedenken der Beschränkung der Vertragsfreiheit nicht haben? Ich mache darauf aufmerksam, daß eine ganze Reihe von anderen Kategorien in ähnlicher Lage sich befindet wie die Handelsangestellten und daß Sie, wenn Sie diesen den Terminhandel untersagen wollen, auch die Konsequenz ziehen müßten, das Verbot auch auf diese auszudehnen. Der größte Theil des Privatpublikums ist in derselben Lage, es sind Leute, die die Dinge nicht übersehen können und sehr oft auch noch außerdem unselbstständig sind. Da kommt man, glaube ich, etwas auf eine schiefe Ebene, wenn man sagt: für die Handelsangestellten befürworte ich das Verbot, da halte ich das Verbot, sogar die Ungiltigkeitserklärung der Geschäfte für gerechtfertigt, und dann die Konsequenz nicht zieht.

Sachv. **Lesse:** Ich glaube nur, es wird unmöglich sein. Ich gebe zu, daß die Konsequenz darauf hinführt, ob es allgemein möglich wäre, aber ich zweifle, daß es möglich wäre, diejenigen kurz zu bezeichnen, mit denen nicht zu handeln der Bankier verpflichtet wäre. Ich glaube nicht, daß man dazu kommen würde, während bei den Handelsangestellten, wenn er es weiß, die Sache klar ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich bin mit den allgemeinen Betrachtungen des Herrn Sachverständigen sehr einverstanden, in gewissem Sinne freue ich mich ihrer, weil ich wünsche, daß die Gefahr vermieden würde, daß man einen Rechtszustand, bloß weil er unsicher ist, eben deshalb als einen geeigneten erachte, um eine gewisse Wirkung auf die sogenannten Zeitgeschäfte auszuüben. Es ist eine innere Differenz zwischen der Anschauung des Kammergerichts und der neuesten Anschauung des Reichsgerichts vorhanden, und zwar deshalb, weil das Kammergericht den Satz, der da sagt, die kundgewordene Absicht, nicht zu erfüllen, sei noch nicht konkludenter Ausschluß des Rechts und der Pflicht der Effektiverfüllung, außerordentlich ernst nimmt, um mich so auszudrücken, und ihn immer nur da anwendet, wenn entweder eine so zu deutende Aeußerung stattgefunden hat, oder doch die Verhältnisse des Kunden jede Möglichkeit ausschließen, sich der Intervention Anderer zu bedienen, um eine ihr angesonnene Effektivlieferung oder Abnahme,

auch wenn die Differenz sich zu seinen Gunsten ergiebt, vornehmen zu können. In einer Reihe von Erkenntnissen war bewiesen, daß gesagt worden ist: ja, ich nehme nicht ab, der Andere: du brauchst nicht abzunehmen, oder: spielen will ich nur; diese Fälle faßt das Kammergericht, andere Fälle entgehen ihm, Fälle, in denen zufällig solche Ausdrücke nicht gebraucht worden sind, aber in denen der Charakter der Verleitung oder der Charakter des bewußten sich Einlassens auf unzulängliche Vermögensverhältnisse konkludent vorliegt. Das Reichsgericht, übrigens bisher nur ein Senat desselben, wie bereits hervorgehoben worden ist — es hat dieses Erkenntniß gewissermaßen die Wendung eingeleitet — geht weiter. Es wird, wenn wir die Gesammtheit der Erkenntnisse mit Herrn Kammergerichtsrath Volkmar, der die Sachen genau kennt, abzuwägen haben werden, interessant sein, ob die Auffassung über diese Differenz richtig ist. Ich meine, würden Sie sich einer Regelung nach der Richtung verschließen — es ist nicht geschmackvoll, immer auf seine eigenen Vorschläge zurückzukommen, ich habe das schon früher erwähnt —, daß eine gesetzliche Fixirung dahin getroffen würde — ich lasse die Frage der Handelsangestellten auf sich beruhen, sie bedarf einer besonderen Regelung — daß in einem Paragraphen, den ich vielleicht mit strafrechtlicher Sanktion versehen würde, gesagt würde: wer ein Gewerbe daraus macht, unter Ausbeutung des Leichtsinns oder der Unerfahrenheit Anderer wissentlich sie zu Börsengeschäften zu verleiten, bei denen sie um des Differenzgewinns willen im Verhältniß zu ihrer Vermögenslage unverhältnißmäßige Summen aufs Spiel setzen u. s. w. Das wäre ein Paragraph, der sich an die äußere Technik, ob es ein Zeitgeschäft oder ob es nicht ein Zeitgeschäft ist, nicht hielte, sondern sagte: ein Rechtsgeschäft, welches in Bethätigung eines derartigen Thatbestandes geschieht, abgeschlossen wird, ist ungiltig: im Uebrigen wird kein Unterschied gemacht zwischen Effektivgeschäften und Differenzgeschäften. Dabei bliebe zunächst die Frage offen, wie es bei diesen ungiltigen Geschäften sein soll, ob das eingezahlte Depot zurückgefordert werden könnte oder nicht. Damit würden, wie mir scheint, im Wesentlichen diejenigen Fälle gefaßt werden, die in bisher schwankender und offenbar von den anderen Senaten des Reichsgerichts nicht in gleicher Schärfe angenommener Rechtsbethätigung der erste Zivilsenat eigentlich im Wesentlichen wohl fassen will. Wenn man die Erkenntnisse unter einander vergleicht, so kommt man dazu: wenn der Kunde ein Mann ist, der wirklich aus eigener Initiative selbst über seine Verhältnisse spekulirt, aus eigener Ansicht über die Börse Aufträge giebt, so soll er bezahlen, so daß im Wesentlichen der Gesichtspunkt der Verleitung von Person zu Person der Kern der Sache ist. Dann wäre nach meinem Dafürhalten eine gewisse Klarheit nach dieser Richtung geschaffen, und es würden diejenigen Fälle getroffen werden, die offenbar des Treffens werth sind. Davon wäre zu scheiden der Fall der Handelsangestellten, und da, glaube ich, muß man — ich glaube auch den Herrn Sachverständigen so verstanden zu haben — zwei Scheidungen machen. Es ist eine ganz andere Frage, ob ich mit einem im Handelsgewerbe Angestellten — den ganzen Kreis dieser Angestellten allgemein genommen — ein Spekulationsgeschäft mache — das wäre erledigt dadurch, daß die Genehmigung des Prinzipals nothwendig wäre —, oder ob es sich um diejenige Kategorie von Fällen handelt, bei denen nach meinem Empfinden die Genehmigung des Prinzipals nicht das Entscheidende ist. Die Leute, die in einem Börsenhandelsetablissement angestellt sind — so habe ich den Herrn Sachverständigen aufgefaßt —, werden durch die Thatsache, daß sie immerwährend derartige Geschäfte machen sehen, daß sie in die Technik dieser Dinge hineinsehen, verführt, Geschäfte zu machen. Dazu braucht es keiner Verleitung von Person zu Person, da ist die Verführung durch die Sache. So würde ich annehmen, daß es möglich wäre, daneben noch einen Thatbestand festzustellen, nach dem man sagt: Geschäfte mit Angestellten in Banken

oder solchen Gewerben, die Börsenspekulationszwecken dienen, werden, wenn sie auf Differenzgewinn gerichtet sind, für ungiltig erklärt. Eine dritte Kategorie wären die Leute, welche einer Kasse vorgesetzt sind. Da würde sich erwägen lassen, ob man da wirklich eine Ungiltigkeit aussprechen sollte, wenn die Genehmigung des Prinzipals nicht vorhanden ist, oder ob man hier nur eine Disziplinarahndung eintreten lassen will. Die Summe der Sache wäre, ob der Herr Sachverständige mit dem Gedanken sich befreunden könnte, an den Gesichtspunkt der moralisch verwerflichen Verleitung zum Geschäft um des Differenzgewinnes willen in unverhältnißmäßigem Betrage eine zivilrechtliche Unklagbarkeit zu knüpfen, im Uebrigen die Geschäfte ohne Scheidung für giltig zu erklären und ferner den Thatbestand des ungiltigen Geschäfts um des Differenzgewinns willen zu konstruiren, welcher dann vorliegt, wenn das Geschäft mit Hilfspersonal oder Gesindehilfspersonal derjenigen, die Börsengeschäfte betreiben, eingegangen wird.

Sachv. **Lesse:** Was die letzte Frage betrifft, so bin ich ganz mit dem Herrn Präsidenten Wiener einverstanden. Ich habe ja geäußert, auf der einen Seite möchte ich, daß die Kaufleute im Disziplinarwege das zu verhindern veranlaßt werden, und zweitens möchte ich bis zur Ungiltigkeit im Falle der Kenntniß von der Sachlage gehen. Viel schwieriger ist die Hauptfrage. Da würde ich allenfalls so weit gehen, mich für eine Strafgesetzbuchbestimmung zu erklären, aber nicht bloß gegen den Kaufmannsstand, sondern überhaupt gegen Jedermann, der in dieser Weise es sich zum Geschäfte macht, andere Leute zu verleiten. Nun kommt das Bedenkliche: sollen diese Geschäfte zivilrechtlich als ungiltig erachtet werden? Ich fürchte, da kommt man in eine sehr schwierige Lage: es fragt sich, wie weit derjenige, den ich strafen will, betheiligt ist, wie weit der Bankier, der das Geschäft ausgeführt hat, gestraft werden soll, wie weit es ungiltig sein soll. Könnte da nicht, wenn man ein Strafgesetz einführt, es der Rechtsprechung überlassen bleiben, die Konsequenz daraus, daß eine strafbare Handlung begangen ist, zu ziehen, so daß in gewissen Fällen das Geschäft für ungiltig erklärt wird? Es ist bedenklich, ein allgemeines zivilrechtliches Gesetz über die Ungiltigkeit zu geben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann würden Sie die Rechtsprechung mit den Konsequenzen belasten. Wenn die Handlung unsittlich ist, so würde ich annehmen, daß, wenn nicht direkt gesagt wird, daß das Geschäft giltig ist, der Betreffende aus seiner Handlung nicht einen Anspruch erheben darf.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube, die Herren Juristen wünschen, es ausdrücklich in dem Gesetze ausgesprochen zu sehen, daß diese Konsequenz von dem Richter gezogen wird. Damit haben Sie zu Frage b, die Sie früher noch nicht besprochen haben, Stellung genommen oder wollen Sie eine ähnliche Bestimmung, wie sie hier in b skizzirt ist?

Sachv. **Lesse:** Ich wünsche eine strafrechtliche Bestimmung, die, wenn es möglich wäre, so allgemein zu fassen wäre, daß sie Jedermann trifft.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es liegt zwar die spezielle Frage vor, ob eine Einschränkung des Termingeschäfts in Bezug auf gewisse Bevölkerungsklassen wünschenswerth ist, aber ich glaube, daß nach dem, was vorhin erörtert worden ist, der Herr Sachverständige nichts einzuwenden haben würde, wenn man die Frage allgemeiner faßte, nämlich, ob überhaupt die Geschäftsabschlüsse mit den Betreffenden beschränkt werden sollen, denn wir haben gesehen, daß das Termingeschäft leicht durch das Kassageschäft ersetzt werden kann. Wenn Sie das eine bejahen, würden Sie wohl auch das andere bejahen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zur Bestrafung des Differenzhandels? Dafür sind Sie wohl nicht?

Sachv. Lesse: Nein.

Sachv. **von Simson:** Meine Herren, ich gehe von folgendem Gesichtspunkt aus. Ich nehme an — im Wesentlichen auf Grundlage dessen, was Herr Senatspräsident Wiener in Gestalt einer Frage an den Herrn Sachverständigen vorgetragen hat —, daß das Differenzgeschäft, in gewissem Umfange und mit gewissen Klassen von Personen betrieben, nicht nur zuläffig, sondern wünschenswerth und eine Vorbedingung des wirthschaftlichen Gedeihens ist. Ich nehme dagegen an, daß es selbstverständlich auf diesem Gebiete, wie auf jedem anderen Gebiete Mißbräuche giebt, daß sich also Differenzgeschäfte denken lassen, welche lediglich das Verderben des betheiligten Privaten zu ihrem Endziel haben oder wenigstens schließlich herbeiführen, und daß es daher zweifellos die Aufgabe der Gesetzgebung sein würde, falls diese Aufgabe sich als eine erfüllbare erweist, dieser Abart des Differenzgeschäfts, diesem Mißbrauch einer an und für sich wirthschaftlich erwünschten Gelegenheit entgegen zu treten. Meine Meinung ist nun die, daß ich eine Gesetzesmethode, diese Auswüchse zu beseitigen, nicht sehe, und daß, wenn im Wege der Zivilgesetzgebung etwas gegen den Mißbrauch geschehen kann und soll, dies allein in der Form geschehen könnte und müßte, daß die Einrede des sogenannten Differenzgeschäftes, die Einrede der Klaglosigkeit des Differenzgeschäftes für unzuläffig erklärt würde. Ich würde an sich ja, vom strafrechtlichen Gesichtspunkte betrachtet, wenig dagegen zu erinnern haben, daß man unser Strafgesetzbuch durch einen neuen Paragraphen mit dem Sinne der Litt. e der Nummer 7 des Fragebogens ergänzt, d. h. denjenigen mit Strafe bedroht, der unter wissentlicher Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit eines Anderen für diesen oder mit ihm Termingeschäfte abschließt oder ihn dazu verleitet. Ein solcher Strafgesetzparagraph würde an sich etwas, wenigstens für meine Empfindung, weitaus weniger Beunruhigendes haben, als ein Eingriff in die Zivilgesetzgebung, schon aus dem Grunde, daß das Strafgesetz an sich ein außerordentlich viel weniger kunstvolles Gefüge darstellt, als das Zivilrecht, und daher das Hinzuthun oder Abnehmen einer einzelnen strafrechtlichen Bestimmung nach meiner Auffassung etwas ungleich weniger Bedenkliches ist, als irgend ein Eingriff in ein Jahrtausende altes Gefüge, wie unser Zivilrecht. Ich bin, wie ich gar nicht leugne, der Meinung, daß mit einem solchen Paragraphen außerordentlich wenig erreicht sein würde, nämlich nicht mehr und nicht weniger, als die Reichswuchergesetzgebung erreicht hat. Ich glaube, daß sich im Wesentlichen die Formulirung dieser Ziffer daran anschließt, und ich glaube, jeder Berliner Anwalt wird sagen, daß ungeachtet derjenigen reichsgesetzlichen Bestimmungen, welche den Wucher unter Strafe stellen und wucherische Geschäfte für ungiltig erklären, der Wucher in Berlin genau in dem nämlichen Maße besteht, wie er vor Erlaß dieses Reichsgesetzes bestanden hat. Wenigstens ich selbst habe, wenn ich gelegentlich betraut worden bin, die Schuldverhältnisse junger Herren zu reguliren, diese Erfahrung regelmäßig gemacht. Kein Mensch, der den Leichtsinn und die Unerfahrenheit eines Anderen in gewinnsüchtiger und eigennütziger Absicht benutzt, denkt an die Klagbarkeit oder Unklagbarkeit oder selbst an die Straffälligkeit oder Nichtstraffälligkeit seines Thuns, sondern er verläßt sich — und glücklicher Weise kann er das mit Recht — darauf, daß der andere Theil, dessen Leichtsinn und Unerfahrenheit er ausnutzt, im Grunde doch ein anständiger Mensch sein und ganz gleichviel, ob seine Verpflichtung zivilrechtlich verfolgbar ist oder nicht, seine Verpflichtung schließlich erfüllen wird, wenn er dazu im Stande ist. Genau so wird es meines Erachtens auch gehen, wenn man das Differenzgeschäft oder wie man es sonst bezeichnen will, das Börsenspiel unter Strafe stellt. Mir würde aber eine solche strafrechtliche Bestimmung aus dem Grunde bedenklich erscheinen, weil ich sie für unzuläffig

halte, wenn sie nicht verbunden wird mit einer zweiten Bestimmung, welche dergleichen Geschäfte für zivilrechtlich unklagbar erklärt, denn ich glaube, es würde eine außerordentlich prägnante Differenz in unsere ganze Rechtsordnung bringen, wenn ich Jemandem einen zivilrechtlichen Anspruch aus einem Thatumstande zugestehen wollte, der an sich den Thatbestand eines Delikts enthält. Man müßte als nothwendige Konsequenz der strafrechtlichen Bestimmung dahin gelangen, die Ungiltigkeit solcher Differenzgeschäfte auszusprechen, und das würde ich im Wesentlichen aus den Gründen, die mein Kollege Lesse vorgetragen hat, für außerordentlich bedenklich halten. Meiner Meinung nach ist die Zulässigkeit der Berufung darauf, daß man seine Verpflichtung nicht zu erfüllen brauche, weil man sie nicht ernstlich gemeint habe – in diesem Sinne, nicht in dem juristischen Sinne des Ernstes — eine Spekulation auf die allerschlechteste Seite der menschlichen Natur. Ich selbst habe allerdings auf diesem Gebiete, wie ich ausdrücklich bemerken will, eine sehr geringe prozessualische Erfahrung, denn diejenigen Geschäfte, insbesondere Bankgeschäfte, die sich meines Rechtsrathes bedienen, führen, wie man annehmen wird, überhaupt keine Prozesse, und wenn sie Prozesse führen, so thun sie das am allerwenigsten auf einem Gebiete, mit dem sie sich überhaupt nicht befassen Ich würde auch umgekehrt die Vertretung eines Beklagten in einem solchen Prozesse, in welchem er sich auf die Unklagbarkeit eines von ihm eingegangenen Geschäfts berufen wollte, abgesehen von ganz besonderen Umständen, die vielleicht theoretisch sich konstruiren lassen, nicht übernehmen, weil ich die Vertretung eines solchen Einwandes für ebenso wenig zulässig halten würde, als den Einwand selbst. Die Quellen meiner Erkenntniß auf diesem Gebiete sind lediglich die Litteratur und die Rechtsprechung und dasjenige, was man an jedem Vormittag in unseren Gerichtshöfen hier verhandeln hört. Dabei habe ich gefunden, daß ausnahmslos diejenigen, welche solche Einreden erheben, Personen sind, zu deren Gesinnung man überhaupt das mindeste Vertrauen haben muß, Menschen, ausgehend von dem Wunsch, ohne ernstliche Thätigkeit zu einem Gewinn zu gelangen, und dann erfüllt von Haß gegen denjenigen, der bei diesem Geschäft ihnen gegenüber einen Gewinn gemacht hat, während, wenn das Geschäft zu ihren Gunsten ausschlug, dieselben Personen sich keinen Augenblick scheuen und niemals gescheut haben, den ihnen aus solchen Geschäften kreditirten Gewinn einzustreichen. Wenn man also diesem Auswuchs des Differenzgeschäfts entgegentreten will, so kann man es nach meiner Auffassung nur dadurch, daß man denjenigen, der solche Geschäfte betreibt, von vornherein auf das Stärkste durch das Gesetz damit bekannt macht, daß ihm die Einrede der Klaglosigkeit einer solchen Verbindlichkeit unter keinen Umständen zu statten kommen wird, daß er daher unter allen Umständen zu erfüllen habe, selbstverständlich soweit die Zwangsvollstreckung seine Fähigkeit zur Erfüllung ergiebt. Ich halte dabei für praktisch ganz gleichgiltig, ob man an der Rechtsprechung festhält, die bis vor Kurzem diejenige unserer höchsten Gerichtshöfe gewesen ist, oder ob man vielleicht auch durch einen legislatorischen Akt feststellt: Differenzgeschäfte sind nicht klagbar, wenn die Ausschließung der effektiven Erfüllung vertragsmäßig bedungen worden ist, denn dieser Satz würde praktisch aus Mangel an Objekten ohne besondere Bedeutung sein. Ich glaube nicht, daß irgend einem der Herren aus diesem Kreise ein Geschäft vorgekommen ist, bei dem eine derartige Vereinbarung getroffen war. Dagegen halte ich für äußerst bedenklich, in Uebereinstimmung mit meinem verehrten Nachbar, den Gerichtshöfen die Entscheidung darüber in die Hand zu geben, ob im einzelnen Falle die Willensmeinung der Kontrahenten auf Effektiverfüllung gegangen ist oder nicht, oder selbst darüber, ob dieses Geschäft seine Grundlage finde in der Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit des einen der Kontrahenten oder in einer Verleitung zu diesem Geschäft. Wir würden

damit den Richter ganz auf das Gebiet der Beurtheilung konkreter Thatsachen stellen, und, meine Herren, so sehr Sie überzeugt sein werden, daß ich nach Geburt und Erziehung die höchste Vorstellung vom Richteramt habe, so bin ich doch vollkommen durchdrungen davon, daß kein Richter weniger als der preußische die Befähigung hat, sich in die konkreten Verhältnisse eines solchen Differenzgeschäftes hineinzufinden. Ich denke dabei selbstverständlich — ich habe ja auch von preußischen Richtern gesprochen — nicht an die Herren Mitglieder des Reichsgerichts, bei denen sich selbstredend und erfahrungsmäßig das größte Maß von Erfahrung sammelt, ich hebe aber ausdrücklich hervor, daß die Entscheidung dieser Fragen wesentlich auf dem Gebiet des Thatbestandes liegt. Das Reichsgericht wird fast immer mehr oder minder daran gebunden sein, was der erste und der zweite Richter als die muthmaßliche Willensmeinung der Parteien, als den Thatbestand der Verleitung oder dergleichen aufgefaßt haben. Nur wenn es findet, daß der Berufungsrichter zu seiner thatsächlichen Feststellung auf Grund einer rechtsirrthümlichen Auffassung gelangt ist, kann es das Urtheil vernichten. Es tritt hinzu, daß dieser Prozeß in den Fällen, wo der Beklagte kein Kaufmann ist, nicht einmal vor die Kammer für Handelssachen, sondern vor die Zivilkammer kommt, und so ausgezeichnet auch in juristischer Beziehung unsere Richter sein mögen, so sind sie in der Regel — das spreche ich ganz offen aus, bei aller Ehrerbietung vor ihrer sonstigen Qualifikation — in den Geschäften der Börse absolut unerfahren. Ich glaube, daß ich nicht zu viel sage, wenn ich behaupte, daß bei dem Landgericht I eine verschwindend geringe Zahl von Richtern existirt, welche mit der Technik des Börsenwesens so weit vertraut ist, um sich die Geschäfte vollkommen klar legen zu können. Ein Prozeß, der in diesen Verhandlungen zweifellos mehrfach erwähnt worden ist, hat neuerdings eklatant gezeigt, wie unglaublich gering die thatsächliche Erfahrung auf diesem Gebiete in juristischen Kreisen ist. Ich sage das auch ohne den mindesten Vorwurf, denn wenn die Herren erwägen, daß bei dem Landgericht I eine sehr große Anzahl von Richterstellen — sie ist nicht unerheblich — mit Hilfsrichtern, d. h. mit jungen Assessoren besetzt ist, so frage ich: woher soll der junge Mann, der vielleicht sein Examen als Assessor mit Auszeichnung gemacht hat, die Qualifikation entnehmen, gewissermaßen in das Innere der Kontrahenten beim Differenzgeschäft zu dringen, in alle Einzelheiten einen Einblick zu gewinnen, aus denen er die Frage beurtheilen kann: liegt hier ein reelles, ein gewolltes und gutes Geschäft oder ein leichtsinniges Börsenspiel vor? Nach meiner Meinung wird der Richter sehr häufig dazu gelangen, in der besten Ueberzeugung aus Thatsachen einen völlig unrichtigen Schluß zu ziehen. Es sind neuerdings, besonders in der „Börsenzeitung“, einige Urtheile abgedruckt worden, bei deren Begründung selbst der Laie, und selbstredend rechne ich mich zu den Laien auf diesem Gebiete, sich sagen muß: hier hat das Gericht einen vollkommen unrichtigen Schluß gezogen, Urtheile, über welche ich auch mit Sachverständigen gesprochen habe, die mir bestätigt haben, daß diejenige Konklusion, die der Richter aus einzelnen Thatsachen gezogen hat, vollkommen unrichtig ist, weil nämlich die Fakta sich anders verhielten, als sie ihm vorschwebten und von ihm verstanden waren. Ich meine deshalb, die Sicherung gegen dasjenige, was wir nicht wollen, liegt nicht darin, daß man dergleichen Geschäfte klaglos stellt, sondern darin, daß man denjenigen, die sich auf Differenzgeschäfte einlassen, von vornherein mit absoluter Sicherheit klar macht: du hast für die Folgen deines Thuns unter allen Umständen einzutreten. Ich glaube auch nicht, wenigstens habe ich dafür keine Erfahrung, daß die Mehrzahl der Menschen oder nur eine große Zahl von Menschen in der That so thöricht ist, daß sie überhaupt nicht wissen sollten, was sie bei Abschluß solcher Geschäfte thun. Sie schließen eben dergleichen Geschäfte in der Meinung, dabei Geld zu verdienen, und ärgern sich, wenn

sie dabei kein Geld verdienen. Dergleichen Personen verdienen nach meiner Auffassung weder den Schutz der Gesetzgebung noch einen administrativen Schutz. Der Auffassung zufolge, daß die Grenze zwischen denjenigen Personen, mit denen dergleichen Geschäfte gemacht werden können, und denjenigen Personen, mit denen solche Geschäfte zuzulassen bedenklich erscheint, nach meiner Auffassung außerordentlich schwer gezogen werden kann, bin ich auch nicht der Meinung, daß es sich empfiehlt, bestimmte Kategorien von Personen hervorzuheben, denen gegenüber solche Geschäfte mit dem Makel der Ungiltigkeit behaftet sein sollen. Ich meine, jeder solide Kaufmann wird Handelsangestellte, von denen er wahrnimmt, daß sie außerhald ihrer Aufgaben auf dergleichen Spekulationen sich einlassen, aus seinem Personal entfernen, wie jeder Anwalt den Bureauvorsteher oder Beamten, der gegen seinen Wunsch, wie das häufig geschieht, im Bureau Rechtsrath und in der Regel sehr schlechten Rechtsrath ertheilt, auch so schnell wie möglich wegschicken wird, ohne daß es zu diesem Behufe einer polizeilichen oder anderen Vorschrift bedarf. Meine Meinung ist daher, wo möglich an dem zivitrechtlichen Bestande nichts zu ändern, und mein Wunsch ist, daß das Reichsgericht, wie ich annehme, daß es auch geschehen wird, den meiner unmaßgeblichen Auffassung nach gefährlichen Weg, den seine neueren Entscheidungen betreten haben, wieder verlassen und sich auf den Boden stellen wird, den das Obertribunal und das Reichsoberhandelsgericht und früher das Reichsgericht eingenommen haben, d. h. die Klagbarkeit der Differenzgeschäfte überall zuzulassen, wo nicht eine ausdrückliche Abrede von vornherein klar gestellt hat, daß ein Simulationsgeschäft vorliegt. Ich möchte endlich noch zu f mir die Bemerkung gestatten, daß eine Erhöhung der Börsensteuer für dergleichen Geschäfte meines Erachtens sich nicht empfiehlt, denn die Börsensteuer wird, soweit meine Kenntniß reicht, eben nicht vom Bankier getragen, sondern vom Gegentheil. In Folge dessen wird derjenige, der eine solche Spekulation eingeht, bei der es sich in der Regel um höhere Beträge handelt, schwerlich durch eine größere Börsensteuer abgehalten werden, sich auf dergleichen Geschäfte einzulassen.

Stellvertr. Vorsitzender: Die letzte Bemerkung habe ich nicht recht verstanden. Sie sagen, Sie versprechen sich von einer Erhöhung der Börsensteuer keinen Erfolg, weil diese Steuer nicht vom Bankier, sondern vom Gegenkontrahenten getragen wird, also gerade vom Spekulanten.

Sachv. **van Simson:** Ich kann mir denken, daß die kaufmännische Welt sagen möchte: ein derartiges Geschäft machen wir nicht, wenn es uns auch mit einer Steuer trifft, aber nach meiner Auffassung belasten Sie den anderen Theil.

Stellvertr. Vorsitzender: Gerade denjenigen, den man belasten will, aber Sie versprechen sich einen Erfolg nicht?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es kann hier nicht der Ort sein, auf eine so beredte Vertretung des Individualismus, die freilich gar keine Konzession macht, einzugehen, ich möchte aber doch ganz kurz hervorheben: Herr von Simson spricht von einer tausendjährigen Zivilgesetzgebung, welche ihn veranlaßt, hier ein Eingreifen vermeiden zu wollen. Ja, diese Gesetzgebung beruht auf dem Gesichtspunkte der Unklagbarkeit des Spiels und der eingeschränkten Anerkennung, die Sie diesem Satze bloß dahin zu Theil werden lassen, daß Sie ihn bei ausdrücklichem Ausschluß der Effektiverfüllung gelten lassen wollen, nehmen Sie die Bedeutung durch Ihr Eingeständniß, daß solche ausdrückliche Vereinbarungen nicht vorkommen

Die allgemeinen Betrachtungen gehen sehr weit. Gewiß sind die richterlichen Kräfte unzulänglich, aber auf allen anderen Gebieten werden die höchsten und tiefsten Interessen, viel tiefere, als diejenigen, um welche es sich hier handelt, bei der Unvollkommenheit der menschlichen Einrichtungen der richterlichen Beurtheilung anheimgegeben, die höchsten ethischen Interessen, die

Vernichtung der ganzen Existenz eines Menschen, weshalb nun die ungeheure Subtilität gegenüber einem vorhandenen Mißbrauche? Ich gebe die Kennzeichnung des einzelnen Falles, wo dieser Einwand erhoben wird, vollständig zu, der Einwand, seitens des Spielers selbst erhoben, ist stets schäbig, nichtsdestoweniger kann diese Rücksicht nicht die letzte Aufgabe der Gesetzgebung sein. Wenn ich sehe, daß große Kreise aus allen Gesellschaftsklassen, auf deren Erhaltung bis zu einem gewissen Grade der Wohlstand einer Nation beruht, wenn auch in einem Fieber, doch auch durch Verführung zu derartigen Dingen veranlaßt werden, so kann ich als Gesetzgeber doch nicht als ultima ratio aufstellen: der Einzelne, der den Einwand erhebt, handelt schäbig, folglich muß ich die Staatsmittel zur vollständigen Exekution gewähren. Das scheint mir nicht ganz überzeugend zu sein. Ich muß mich ferner vor Ihrer Erfahrung bezüglich der Wuchergesetzgebung beugen, aber ich vermag die Ergebnisse einfacher Logik nicht zu verleugnen. In Jahren, denen keine Krisis unmittelbar vorausgegangen, kommt der Einwand des Differenzspiels kaum vor; wir haben jetzt, wenn ich die exzerpirten Fälle überblicke, in dem Zeitraum von kaum einem Jahre, wobei zu berücksichtigen ist, daß nicht alle Sachen an das Reichsgericht kommen, ungefähr 23 Fälle, in denen der Einwand des Differenzgeschäfts erhoben ist. Dieser Einwand wird unter gleichen äußeren Verhältnissen wieder erhoben werden, wenn die Veränderung der Gesetzgebung nach der Richtung eintritt, daß ein solches Gesetz mit dem Präjudiz zivilrechtlicher Ungiltigkeit ergeht, es wird eben einwandsweise der Thatbestand dieses Gesetzes behauptet werden, und wenn Sie das Gesetz nur als Strafparagraph haben wollen, so wird es oft als Pression benutzt werden. Ich kann daher nicht zugeben, daß wir eine Bestimmung machen würden, die unangewendet bleiben würde. Endlich kommt hier ein erheblicher Zweckmäßigkeitsgrund hinzu. Ich glaube, daß wir im Laufe der jetzigen Zeit und der nächsten Jahre nicht dazu kommen werden, das, was im Augenblicke, wenn auch unsicher, vorhanden ist, die neueste Judikatur des Reichsgerichts, preiszugeben gegen eine vollständig schrankenlose Erklärung der gesammten Geschäfte als klagbarer. Das wäre, glaube ich, ein Ergebniß, welches, wie die ganze Situation liegt, ausgeschlossen werden muß.

Sachv. **von Simson:** Ich will zu meiner Vertheidigung Folgendes sagen. Wenn ich gesagt habe: ein tausendjähriges Zivilrecht, so meine ich, daß das ganze Gefüge unseres Rechtes ein so altes oder noch älteres ist, und daß es mir deshalb an sich außerordentlich bedenklich erscheint, mit gesetzgeberischen Einzelmaßregeln in ein Korpus einzugreifen. Ich bin der unmaßgeblichen Meinung, daß Alles, was auf diese Weise geschieht, insbesondere alle vermeintlichen Verbesserungen des Handelsgesetzbuchs oder dergleichen nur Zerstörungen gewesen sind und theilweise Zerstörungen eines Gefüges von ganz außerordentlichem Kunstwerth. Es ist allerdings richtig, daß unser bisheriges Recht sagt: Spiel und Wette, über deren Definition bekanntlich die allergrößten Zweifel und Bedenken bestehen, sind nicht klagbar, oder nur in gewissem Umfange klagbar. Wenn nun das Gericht dahin gelangt, zu sagen, in dem speziell von uns geprüften Falle stellt sich das der Aburtheilung unterstehende Geschäft als Spiel oder Wette dar im Sinne dessen, was das Landrecht Spiel und Wette nennt, so kann ich nicht verhüten, daß man sagt: hieraus wird die Klage versagt. Aber einen Paragraphen in die Gesetzgebung zu bringen, welcher sagt: Differenzgeschäfte sind nichtig oder unklagbar, das würde ich für eine sehr große Beschädigung und eine große Unterstützung dieser unsittlichen Negation der Verpflichtung halten. Ich möchte auch bestreiten, daß nur einzelne Personen, die dergleichen Einwendungen erheben, „schäbig“ sind, sondern ich gehe von der Voraussetzung aus, daß Jedermann, der sein Wort nicht hält, unter allen Umständen

„schädig“ ist, und daß die Gesetzgebung keinen Grund hat, dergleichen Personen zu schützen. Ich kann auch sagen, ich halte es für außerordentlich gefährlich, daß allerhand Fazilitäten gegegeben sind, auf Grund deren ein junger Offizier alle Tage Sekt trinken kann; man hat aber nie verlangt, daß, abgesehen von der Einrede der Minderjährigkeit, die Gesetzgebung sagt: wir wollen die Forderung aus der Sektlieferung für unklagbar erklären, damit nicht eine gewisse Klasse von Personen geschädigt wird. Was die Qualifikation der Richter anlangt, so gestatten Sie mir noch ein Wort. Es klingt vielleicht so, als ob ich pro domo spreche, aber das ist nicht der Fall. Ich finde, diese Frage liegt ganz anders, als in England, wo der Richter aus der Advokatur hervorgeht, wo also der Richter aus einer reichen praktischen Erfahrung in die richterliche Thätigkeit übertritt. Bei uns, wo bekanntlich kraft der Gesetzgebung Friedrichs des Großen das Umgekehrte herrscht, wo oft der jüngste Mann der Richter ist, liegt die Sache noch außerordentlich viel bedenklicher. Ich würde durchaus kein Bedenken tragen, das Hineinsteigen in diese Konkretissima des Falles, diese Erforschung der Willensmeinung der Kontrahenten dem Richter zu unterstellen, wenn die Sache immer in der That vor einen absolut sachverständigen Gerichtshof käme, aber ich glaube, ich verstoße gegen meine Ehrerbietung vor den Gerichten nicht, wenn ich das bestreite, weil ich sie nicht für qualifizirt erachte.

Sachv. **Lesse:** Ich habe vielleicht die letzte Bemerkung nicht ganz verstanden, in der Herr Präsident Wiener aussprach, es wäre schwerlich zu erwarten, daß eine solche Bestimmung in Kraft treten würde. Ich möchte sagen, wenn der Erfolg der Enquete eine gewisse legislatorische Bestimmung sein sollte und man dahin käme, daß nicht etwa der Satz: Differenzgeschäfte sind unklagbar, sondern das Entgegengesetzte Annahme fände, so könnte die unter der Herrschaft eines ganz anderen Rechtssatzes getroffene Entscheidung des Reichsgerichts nicht abhalten, eine solche gesetzliche Bestimmung zu treffen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich betonte nur den Standpunkt der Opportunität. Ich glaube nicht, daß in der jetzigen Zeit eine allgemeine Stimmung für ein Gesetz vorhanden wäre, welches schrankenlos Differenzgeschäfte für klagbar erklärte, gerade gegenüber der Thatsache, daß sich in der letzten Zeit eine Judikatur gefunden hat, die eine gewisse Beeinträchtigung der Wirksamkeit des Differenzgeschäftes doch gewährt. Ich glaube, daß, wenn man in dieser Beziehung praktisch im Augenblick handeln will, man sagen muß: will ich die Differenzgeschäfte überhaupt für klagbar erklären, so wird es unbedingt nothwendig sein, einen anderen Begriff des moralisch und in Folge dessen juristisch anfechtbaren Geschäfts zu etabliren. Gelingt Letzteres nicht, so liegt die Befürchtung sehr nahe, daß die Zahl derer sehr groß sein wird, welche, unbekümmert um juristische Subtilitäten, sagen werden: weil doch nichts Besseres an die Stelle gesetzt werden kann, so wollen wir den bisherigen Zustand aufrecht erhalten; er ist unklar, aber er schützt doch etwas gegen die wirthschaftlichen Nachtheile des Börsenspiels.

Sachv. **Lesse:** Ich wollte nicht so weit gehen, ich wollte sagen, ich lasse mir einen Strafparagraphen gefallen, worin die Verführung gestraft wird, aber nicht, daß ohne Weiteres die Ungiltigkeit dieser Geschäfte ausgesprochen wird. Es sind häufig ganz besondere Personen die Betheiligten. Nehmen Sie an, daß aus einem kleinen Bankgeschäft ein unnützer Kommis die Leute hereinschleppt und der Chef nichts weiß, so können Sie nicht dem Chef gegenüber das Geschäft für unklagbar halten. Ich sage, deshalb will ich die Beurtheilung des einzelnen Falles dem Kriminalrichter überlassen, woran dann im Civilprozesse die weitere Folge davon geknüpft würde.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte bemerken, daß ich den Eindruck habe, daß Herr Justizrath von Simson seine frühere Auffassung etwas eingeschränkt hat gegenüber Herrn

Senatspräsidenten Wiener, denn Sie resumirten sich dahin, Sie hätten sich dagegen aussprechen wollen, daß Differenzgeschäfte für nichtig oder unklagbar erklärt werden, während Ihre erste Ausführung in dem Satze gipfelte, alle irgend möglichen Einwände für unzulässig zu erklären.

Sachv. **von Simson:** Das Letzte ist meine Meinung.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann möchte ich darauf hinweisen, daß die Gesetzgebung ja in mancher Beziehung in das Privatrecht eingreift, z. B. ist das Gesetz über die Beschlagnahme des Lohnes eine wesentliche Beschränkung der Exekution. Die neuere Gesetzgebung scheint in dieser Beziehung weiter gehen zu wollen, als die früheren Beschränkungen. Wenn in einzelnen Fällen die Gesetzgebung aus öffentlichen Rücksichten die Ausübung der Privatrechte einschränkt, so wird man nicht ohne Weiteres behaupten können, daß das in jedem Falle ein unzulässiger Eingriff in das Privatrecht ist. Es scheint mir ferner ohne näheren Nachweis zu weit zu gehen, zu sagen: alle Aenderungen des Handelsgesetzbuchs haben sich im höchsten Maße als Verschlechterungen erwiesen. Unser ganzes Recht ist in Fluß und Fortschritt begriffen, und ich glaube nicht, daß man sagen kann: es ist immer das Richtige auch für alle Ewigkeit getroffen. In vielen Beziehungen sind wir zu einer anderen Rechtsauffassung gekommen.

Sachv. **van Simson:** Was die Einschränkung der Zwangsvollstreckung angeht, so sind das Maßregeln, über deren Zweckmäßigkeit man auch streiten kann, es sind aber Maßregeln zur Erhaltung der wirthschaftlichen Existenz, man hat die Entziehung des Nothwendigen in etwas weiterem Maße beschränken wollen, als dies schon Titel 24 unserer alten Gerichtsordnung that. Dagegen ist es etwas Anderes, wenn Differenzgeschäfte nichtig oder unklagbar sind, sie werden von der arbeitenden Klasse oder Anderen, um die es sich dort handelt, nicht betrieben, in der Regel sind es Personen ganz anderer Gesellschaftsklassen, welche solche Differenzgeschäfte machen. Ich habe wenigstens keinen Fall praktisch erlebt, bei dem ich mir hätte sagen müssen: derjenige, der in das Differenzgeschäft eingetreten ist, ist so sehr rusticus, daß er überhaupt keine Ahnung von der Bedeutung des vorliegenden Falles hat. Wenn ich von Verschlechterung des Handelsgesetzbuches gesprochen habe, so bitte ich, mich nicht mißzuverstehen. Selbstverständlich ist die Novelle von 1870 nöthig gewesen, welche die Staatsaufsicht über die Aktiengesellschaften aufhebt, dagegen halte ich, vielleicht aus persönlicher Ehrerbietung vor den Herren, die es damals gemacht haben, unser Handelsgesetzbuch für ein so eminentes Kunstwerk, daß ich allerdings jede nicht nothgedrungene Aenderung für eine Verschlechterung seiner juristischen Vollkommenheit erachte, und deshalb glaube ich sagen zu sollen, ich würde niemals ohne den nothwendigsten Zwang mit irgend einem Paragraphen in das Handelsgesetzbuch hineinfahren, von welchem ich mir nicht einen eminent praktischen Erfolg verspräche.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist gewiß berechtigt. Es wird Ihnen bekannt sein, welche Verheerungen in vielen Kreisen diese Spekulationen angerichtet haben, wie viele Existenzen jährlich dadurch vernichtet werden, wie viele Familien um Ehre und Vermögen kommen. Also ein erhebliches öffentliches Interesse könnte man doch als vorliegend anerkennen. Aber Sie wollen das nicht?

Sachv. **Lappenberg:** Nach den Ausführungen des Herrn Justizrath van Simson muß ich sagen, daß ich mich vollständig demselben anschließe, und ich kann mich auf einige wenige Bemerkungen beschränken. Im Allgemeinen stehe ich auf dem Standpunkt, daß der freie Geschäftsverkehr nicht gehemmt werden sollte, daß aber die Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit in strengster Weise bestraft werden soll. Ich

bin nicht der Ansicht, daß Differenzgeschäfte für nichtig und unklagbar erklärt werden. Zu b glaube ich, das wird sehr schwer zu definiren sein. Ich glaube, man sollte es den Kaufleuten und Bankiers selbst überlassen, dafür zu sorgen, daß mit Handelsangestellten keine Termingeschäfte gemacht werden. Ich halte den Ausdruck „Angestellte" auch für zu allgemein. Es kann ebenso gut auch solche Angestellte geben, die selbst Kapital haben, denen man die Berechtigung nicht absprechen kann, sich Fonds zu kaufen oder zu spekuliren. Ich muß mich auch dagegen aussprechen, daß Prämiengeschäfte für unklagbar erklärt werden. Es handelt sich hier um Geschäfte mit beschränktem Risiko, die eigentlich unter das gewöhnliche Geschäft fallen, und ich wüßte nicht, warum diese Geschäfte unklagbar sein sollen.

Stellvertr. Vorsitzender: Bezüglich der Nochgeschäfte wird vielfach behauptet, daß dieselben nicht klar erkennen ließen, in welchem Umfange der Markt in Anspruch genommen wird. Denn wenn ich mir vorbehalte, das dreifache Quantum liefern zu lassen, und das eine erhebliche Anzahl von Personen thut, so wird dadurch ein sehr unsicheres Element in das Verhältniß zwischen Angebot und Nachfrage hineingebracht. Es läßt sich nicht übersehen, in welchem Umfange von dieser Befugniß Gebrauch gemacht werden wird.

Sachv. **Lappenberg:** Das Nochgeschäft ist nur eine Abart des gewöhnlichen Prämiengeschäfts.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann würde auch gegen das Prämiengeschäft das gleiche Bedenken zu erheben sein, daß durch dasselbe eine Unsicherheit in den ganzen Markt hineinkommt, da Niemand weiß, in welchem Umfange der Markt in dem einen oder anderen Artikel in Anspruch genommen werden wird, ob der Betreffende verlangen wird, daß ihm geliefert wird oder er sich mit der Prämie begnügt.

Sachv. **Lappenberg:** Das Nochgeschäft ist nur eine geringere Vorprämie auf etwas höherer Basis. Weiter ist es nichts. Es kommt auch im Effektengeschäft nicht vor, daß man mit dreimal noch Effekten kauft oder verkauft. Es kommt allerdings vor mit zweimal noch, obwohl auch dieser Fall äußerst selten ist. Im Großen und Ganzen ist es aber nichts Anderes, als eine gewöhnliche Vorprämie.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube, auf meinen Einwand sind Sie nicht eingegangen. Erkennen Sie es nicht als berechtigt an, daß damit ein Urtheil darüber, wie Angebot und Nachfrage sich stellen würde, außerordentlich erschwert wird? Nehmen Sie z. B. den Waarenterminhandel: es sind Geschäfte in erheblichem Umfange abgeschlossen, und kein Mensch weiß, ob etwa 1 Million Zentner oder 2 geliefert werden sollen.

Sachv. **Lappenberg:** Ich weiß sehr wohl, daß in den Anfängen des Waarentermingeschäfts sehr große Prämiennochgeschäfte vorgekommen sind, wodurch die Betreffenden wirklich nicht klar darüber geworden sind, welches Risiko sie eingegangen sind. Es ist das aber nur in der ersten Zeit geschehen und seitdem natürlich nicht wieder vorgekommen. Für das Effektengeschäft läßt sich die Behauptung aufstellen, und das werden mir vielleicht die anderen Herren bestätigen, daß es sich da nicht um so große Summen handelt, daß in Folge dessen die Stückzahl möglicherweise nicht geliefert werden kann, daß Schwänzen, Einsperrungen u. s. w. dadurch entstehen können.

Stellvertr. Vorsitzender: Bitte, wollen Sie fortfahren. Wie stehen Sie zu der Frage d?

Sachv. **Lappenberg:** Ich habe schon vorhin gesagt, daß ich nicht der Ansicht bin, daß der Differenzhandel unter Strafe gestellt werde.

Stellvertr. Vorsitzender: Und wie stellen Sie sich zu e?

Sachv. **Lappenberg:** Ich würde sehr dafür sein, das in strengster Weise zu bestrafen, wenn man irgendwie gesetzliche Vorschriften dahin feststellen kann. Was f betrifft, eine Erhöhung der Börsensteuer, so muß ich sagen, die Börsensteuer trifft das reguläre, solide Arbitrage- und Kommissionsgeschäft eigentlich viel mehr, als den Spekulanten, denn diesem ist es wirklich einerlei, ob die Steuer etwas höher oder niedriger ist. Darauf kommt es ihm nicht an. Man müßte die Steuer da schon sehr erhöhen. Für das reine Arbitragegeschäft, für den Verkehr zwischen den verschiedenen Plätzen würde eine Erhöhung der Steuer sehr drückend sein; sie wird schon jetzt schwer empfunden.

Stellvertr. Vorsitzender: Das Arbitragegeschäft besteht doch vorzugsweise in internationalen Werthen?

Sachv. **Lappenberg:** Auch zwischen Berlin und Hamburg wird ein großes Arbitragegeschäft gemacht, namentlich in den Werthen, welche hier in Berlin per Ultimo gehandelt werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Es kommen also auch zwischen diesen Orten derartige Schwankungen vor, daß die Arbitrage sich lohnt?

Sachv. **Lappenberg:** Durch die jetzigen Telephoneinrichtungen ist der Zeitunterschied nur noch sehr klein geworden. Wir wissen in Hamburg genau auf die Minute, wie in Berlin die einzelnen Kurse sind.

Stellvertr. Vorsitzender: Hat die Börsensteuer bisher einschränkend auf das Geschäft gewirkt?

Sachv. **Lappenberg:** In der ersten Zeit, ja; ich glaube jetzt nicht mehr.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich den anderen Herrn Sachverständigen, sich über diese Punkte zu äußern.

Sachv. **Ladenburg:** In Bezug auf die juristische Seite der Sache weiß ich nichts zu sagen. Daß wir den Handelsangestellten in Bezug auf Spekulationsgeschäfte irgendwie das Handwerk legen, halte ich für sehr wünschenswerth.

Stellvertr. Vorsitzender: Und von welchem Gesichtspunkt aus rechtfertigen Sie vorzugsweise diese Beschränkung?

Sachv. **Ladenburg:** Ich möchte dazu nur bemerken, daß ich keine gesetzliche Regelung durch ein Spezialgesetz wünsche, wie es vielleicht hier ins Auge gefaßt ist — das wäre mir nicht sympathisch —, sondern ich glaube, daß das auch sehr wohl von der Börse selbst oder von den betreffenden Häusern zu reguliren ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Von welchem Gesichtspunkte gehen Sie dabei aus? Es wäre von Interesse, zu wissen, von welchem Gesichtspunkte aus Sie eine Betheiligung von Handelsangestellten an Börsengeschäften für gefährlich erachten.

Sachv. **Ladenburg:** Ein Anreiz zu derartigen Spekulationen wird ja natürlich für solche Angestellte, die im Bankgeschäft arbeiten, wo derartige Geschäfte von den Bankhäusern gemacht und zum Theil von ihren Kunden selbst dazu angeregt werden, vorhanden sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Also Sie wollen das beschränken auf Handelsangestellte in Banken, oder wollen Sie das auch auf die anderen ausdehnen?

Sachv. **Ladenburg:** Hauptsächlich auf die Banken, denn für Handelsangestellte überhaupt geht die Sache zu weit; da ist gar keine Grenze zu ziehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Sie fortzufahren. Privatpersonen wollen Sie also nicht beschränken in dem Recht, Differenzgeschäfte zu machen?

Sachv. **Ladenburg:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist von einem Juristen der Vorschlag gemacht, den Einwand des Differenzhandels, des Spiels und der Wette zu sagen bei Allen, die — ich will mich einmal kurz ausdrücken — eingetragene Kaufleute sind, dagegen im Uebrigen alle Termingeschäfte für ungiltig zu erklären, an denen nicht eingetragene Kaufleute oder Privatpersonen betheiligt sind. Würden Sie dagegen sein?

Sachv. **Ladenburg:** Ich bin entschieden dagegen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie stehen Sie zu den Prämiengeschäften?

Sachv. **Ladenburg:** Ich halte dieselben für eine nützliche Einrichtung, die sogar in vielen Fällen unentbehrlich ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Gegen d haben Sie sich bereits ausgesprochen, wie stellen Sie sich zu e?

Sachv. **Ladenburg:** Ich bin der Ansicht, daß es wünschenswerth wäre, wenn in irgend einer Weise der Verleitung zum Börsenspiel durch Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit eines Anderen entgegengetreten würde.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann wollen Sie Sich über die Börsensteuer äußern.

Sachv. **Ladenburg:** Eine Erhöhung der Börsensteuer würde wahrscheinlich ziemlich nutzlos sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie würde nutzlos sein, sagen Sie, sie würde das Geschäft nicht wesentlich einschränken?

Sachv. **Ladenburg:** Sie würde es nicht wesentlich einschränken. Ich wollte nur noch im Allgemeinen hinsichtlich der Börsensteuer mir die Bemerkung gestatten, daß allerdings durch dieselbe eine große Beeinträchtigung des Geschäfts und gerade des allerlegitimsten eintritt.

Stellvertr. Vorsitzender: Diese Auffassung steht ziemlich vereinzelt da. Alle Sachverständigen haben meines Wissens sich dahin geäußert, die Börsensteuer hätte zwar anfangs belästigend gewirkt, im Uebrigen aber eine Einschränkung nicht herbeigeführt. Dann haben ja auch Sie gesagt, eine Erhöhung der Börsensteuer würde die Geschäfte nicht beeinträchtigen und keine Einschränkung zur Folge haben.

Sachv. **Ladenburg:** Ja, ich meine die Geschäfte, die unter Strafe gestellt werden sollen. Ich habe die Sache so aufgefaßt, als sollte sich diese Frage anschließen an die vorher besonders benamsten Geschäfte, und als ob es sich hier darum handelt, ob die Börsensteuer beschränkend auf derartige Geschäfte wirken würde.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie sind also der Ansicht, daß die Erhöhung der Börsensteuer auf diese Geschäfte keinen Einfluß haben würde.

Sachv. **Sulzbach:** Ich stimme im ersten Punkte im Wesentlichen dem bei, was Herr Justizrath von Simson sagte. Was Frage b betrifft, die Geschäfte mit Handelsangestellten, so glaube ich, daß sich das beschränken ließe auf die Angestellten aller der Banken, welche an der Börse Geschäfte machen, und ich glaube, es wird vielleicht hier ein Mittel gefunden werden können bei einem späteren Punkte, bei den Ehrengerichten, indem man die Handelsvorstände mit der Vollmacht ausstattet, allen denjenigen, welche Geschäfte mit solchen Leuten machen, zeitweise oder dauernd die Börse zu verbieten. Ich bin aber ferner der Ansicht, daß der Angestellte das Recht haben soll, durch seinen eigenen Chef seine Geschäfte machen zu können. Es giebt viele Fälle, wo der Angestellte vermögend ist, und

wo er Geld anzulegen hat, und ich glaube, das kann ihm nicht verwehrt werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie wollen also, wenn ich Sie recht verstanden habe, nur die Geschäfte der Angestellten derjenigen Personen verhindern, die an der Börse verkehren?

Sachv. **Sulzbach:** Aller Bankgeschäfte.

Stellvertr. Vorsitzender: Also Sie wollen das nur auf Bankgeschäfte beziehen? Ich möchte Sie darauf aufmerksam machen, daß in Frankfurt doch nur ein sehr geringer Prozentsatz von Bankgeschäften an der Börse Geschäfte macht und daneben tausend Andere verkehren, die auch Angestellte haben.

Sachv. **Sulzbach:** Ich möchte es auf Alle ausgedehnt haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Also auf Angestellte aller Firmen, die an der Börse verkehren?

Sachv. **Sulzbach:** Ganz richtig, Herr Präsident, mit der Maßgabe, daß es im Wege der Disziplin gehandhabt werden soll.

Stellvertr. Vorsitzender: Wodurch finden Sie die Begrenzung gerechtfertigt, daß das Verbot nur beschränkt werden soll auf Angestellte solcher Firmen, die an der Börse verkehren?

Sachv. **Sulzbach:** Weil die durch ihre Kenntniß der Börsengeschäfte leicht in Versührung gerathen können.

Stellvertr. Vorsitzender: Warum sollen z. B., wenn ein Lederhändler, der Angestellte hat, und der zufälliger Weise, weil er ein großes Vermögen hat, an der Börse spekulirt, Angestellte dieses Lederhändlers nicht Geschäfte abschließen dürfen, und es soll derjenige bestraft werden, der mit einem solchen Angestellten Geschäfte abschließt, während hingegen Angestellte eines anderen Lederhändlers, der nicht an die Börse geht, Geschäfte an der Börse sollen machen dürfen? Ich sehe hier eigentlich kein charakteristisches Unterscheidungsmerkmal.

Sachv. **Sulzbach:** Herr Präsident, ich habe die nicht ausgenommen; ich habe mich dafür ausgesprochen, daß alle Angestellte nur durch ihre Chefs Geschäfte machen dürfen.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie sagten aber „Angestellte derjenigen Firmen, die an der Börse verkehren".

Sachv. **Sulzbach:** Ja, das nehme ich an.

Stellvertr. Vorsitzender: Daß alle Lederhändler an der Börse verkehren?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich bin sonst solchen Provokationen sehr abgeneigt, aber hier möchte ich doch einmal fragen: dafür wollen Sie also den Staat haben, daß der Chef nicht durch Spekulationsgeschäfte seines Gehilfen geschädigt wird?

Sachv. **Sulzbach:** Ich habe Staatshilfe nicht in Anspruch genommen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie wollen aber doch für Handelsangestellte ein Verbot?

Sachv. **Sulzbach:** Ich habe gesagt, daß die Börsenvorstände die zeitweise oder dauernde Ausschließung von der Börse festsetzen können für Leute, die mit den Angestellten Geschäfte machen, und diese Vorschrift besteht schon an der Berliner Börse. Hier ist es verboten, daß Geschäfte mit Angestellten gemacht werden. Wenn das auf andere Börsen ausgedehnt wird, so glaube ich, daß hier etwas geschieht, was ganz korrekt ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das kommt doch immer wieder auf die Sicherheit des Prinzipals hinaus, während man

sagen könnte, wenn man andere Grundsätze anwendete: ja, er mag sich selber helfen. Sie sagen immer, das Publikum soll sich selber helfen, aber dem Prinzipal Vorschub zu leisten, sind Sie doch geneigt, oder irre ich mich darin?

Sachv. **Sulzbach:** Erlauben Sie mir eine Erläuterung in dieser Beziehung. Der Angestellte, welcher allein in gewisse Sachen hineinsieht, ist sehr leicht geneigt und sogar außerordentlich dazu verführt, wenn z. B. Mittheilungen, Depeschen u. s. w. kommen, und ihm dies oder jenes auffällt, seine Kenntniß zu benutzen, und ich gestehe ganz offen, daß von Seiten der Angestellten vieler Häuser viel Unglück angerichtet und sehr viel Unheil geschehen ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Gegen die Verleitung des jungen Mannes selbst im Geschäft und dagegen, daß er oft selbst möglicherweise durch das Beispiel des Prinzipals verleitet sein kann, ja ihm sogar eine Art Genehmigung des Prinzipals ertheilt werden kann, wollen Sie keine besondere Bestimmung?

Sachv. **Sulzbach:** Weil ich eben sage, ich kann es einem Manne nicht verweigern, wenn er heute also Vermögen hat, und er hat z. B. 10 000 Thaler Diskontokommanditaktien und will sie verkaufen. Was ich dagegen vermeiden will, und womit ich glaube gerade auch auf ihre Intentionen einzugehen, ist dasjenige, daß er durch Wissen verschiedener Thatsachen sehr leicht sich selbst verführt. Es kommt das in vielen Häusern vor. Nehmen Sie an einen Fall bei Rothschild, bei dem jetzigen Chef, der überhaupt gar keine Spekulation macht. Da laufen täglich so und so viel Briefe ein, es kommen von den Staatsbahnen oder sonst irgendwie Nachrichten, die Angestellten ziehen ihre Schlüsse daraus, theilen dies ihren Freunden mit und geben damit einen Anreiz zur Spekulation. Der Anreiz zur Spekulation geht gar nicht direkt von der Börse aus; wer nicht geneigt ist zu spekuliren, dem kann man noch so viel Briefe mit den verlockendsten Anerbietungen schreiben, er schmeißt sie ins Feuer.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie wollten es also nicht beschränken auf Angestellte von Banken, sondern ausdehnen auf alle Angestellte, die bei Firmen sich befinden, welche an der Börse verkehren?

Sachv. **Sulzbach:** Ja; ich halte den Beschluß, der hier in Berlin schon lange existirt, und der vielleicht zu lax gehandhabt worden ist, daß Angestellte keine Geschäfte machen dürfen, für sehr richtig, und man sollte darauf achten, daß er schärfer ausgeführt werde.

Freiherr **von Huene:** Aber die Mißstände, die der Herr Sachverständige eben hervorgehoben hat, würden unbeschränkt fortbestehen können, wenn die Angestellten sich einen Strohmann verschaffen, mit dessen Hilfe sie das Geschäft an der Börse ungestört weiter führen können.

Sachv. **Sulzbach:** Da wird es sich empfehlen, sobald die Thatsache herauskommt, daß Jemand für Angestellte Geschäfte macht, ihn von der Börse zu entfernen. Diese Strafe wird mehr als Geldstrafe gefürchtet. Wir haben das in sehr vielen Fällen gesehen, daß eine Ausschließung auf 14 Tage bis 4 Wochen mehr gefürchtet wird, als eine sehr hohe Geldstrafe.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Prämiengeschäfte halten Sie wohl für nothwendig und berechtigt? Den Differenzhandel wollen Sie nicht unter Strafe stellen? Ich bitte Sie, sich weiter zu e zu äußern.

Sachv. **Sulzbach:** Was e betrifft, so bin ich entschieden dafür, daß derjenige bestraft werden soll, der den Leichtsinn und die Unerfahrenheit Anderer ausnutzt.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu f, zu einer Erhöhung der Börsensteuer?

Sachv. **Sulzbach:** Die halte ich für schädlich und auch nach der Richtung hin für unwirksam, daß sie eine Beschränkung der reinen Spekulationsgeschäfte doch nicht herbeiführen würde. Der legitime Handel würde dadurch schwer geschädigt werden.

Professor Dr. **Cohn:** Der Herr Sachverständige aus Frankfurt hat sich für ein Gesetz ausgesprochen, wonach derjenige, der den Leichtsinn und die Unerfahrenheit eines Anderen ausbeutet, nach Analogie des Wuchergesetzes vom Jahre 1880 bestraft werden soll. Nun hat Herr Justizrath von Simson hervorgehoben, daß nach seinen Erfahrungen in Berlin die Wirksamkeit dieses Wuchergesetzes versagt hat. Dagegen weiß ich gerade aus den Kreisen unserer Kommission von den Herren aus Bayern und auch aus anderen Quellen, daß sie die entschiedene Ueberzeugung von der erfolgreichen Wirksamkeit dieses Wuchergesetzes haben. Aus Ihrer Zustimmung zu diesem Alinea darf ich vielleicht entnehmen, daß auch Ihre Erfahrungen zu Gunsten der Wirksamkeit des Wuchergesetzes sprechen.

Sachv. **Sulzbach:** Bei uns in Süddeutschland hat der Wucher außerordentlich abgenommen in Folge der Wirksamkeit des Wuchergesetzes, und die Einschaltung dieses Paragraphen, wenn er mit dem Wuchergesetz verglichen wird, wirkt noch schärfer nach meinem Dafürhalten, als beim Wuchergesetz, denn, wie Herr Justizrath von Simson ganz richtig ausführte, dort sieht der Mann seinen kolossalen Vortheil vorher, da kann es sich um geringe Provisionen handeln, und wenn Jemand einen Anderen verführt, um ein Geschäft zu machen, wobei nur eine Lumperei zu verdienen ist, und sieht, daß dies unter Strafe gestellt wird, so wird er sich nicht so leicht dazu verstehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir kommen zu Nummer 8. Es handelt sich vorzugsweise um die Produktenbörse. Einige der Herren Sachverständigen sind ja nicht bloß sachverständig in Bezug auf die Effektenbörse, sondern sie werden uns eventuell auch über die Waarenbörse Auskunft geben können. — Ich möchte darauf hinweisen, daß es sich hier vorzugsweise um die Bestimmungen über Exekutionen und die Schiedsgerichte handelt. Nach der Richtung hin, daß die Lieferbarkeit der Effekten zum Gegenstand einer schiedsrichterlichen Entscheidung gemacht wird, sind keine Bedenken hervorgetreten; ich kann deshalb den Herren Sachverständigen anheimgeben, diese Fragen von der Beantwortung auszuschließen.

Herr Justizrath Lesse, wollen Sie die Güte haben sich zu äußern.

Sachv. **Lesse:** Hier würde ich verzichten.

Sachv. **van Simson:** Ich habe auch keine nachtheiligen Erfahrungen in Bezug auf die Schiedsgerichte und die Exekutionen.

Sachv. **Lappenberg:** Ich kann in Bezug auf diesen Punkt auch nichts sagen, da ich keine thatsächlichen Erfahungen gemacht habe.

Stellvertr. Vorsitzender: Herr Ladenburg, halten Sie es für zweckmäßig und angezeigt, daß ein Schiedsgericht seine Mitwirkung versagt, wenn Privatpersonen betheiligt sind, und nur dann in Funktion tritt, wenn es sich um Streitigkeiten handelt, die zwischen zwei Börsenbesuchern stattfinden? Nach der Richtung hin besteht eine gewisse Differenz in den Bestimmungen der einzelnen Börsenordnungen. Was halten Sie für richtig?

Sachv. **Ladenburg:** Ich würde mich von meinem Standpunkte aus, obgleich mir die Dinge weniger nahe liegen,

dafür aussprechen, daß die Schiedsgerichte auch über Differenzen zwischen Börsenbesuchern und Außenstehenden beschließen sollen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dagegen macht man den Einwand, daß Außenstehende auf dies Schiedsgericht gar keine Einwirkung haben, während die Börsenbesucher immerhin eine gewisse Einwirkung haben, da die Schiedsgerichte aus ihrer Wahl hervorgehen.

Sachv. **Ladenburg:** Dem gegenüber steht die Rechtsautorität der betreffenden Herren, die gewählt werden, und an deren Objektivität man doch nicht zweifeln darf.

Sachv. **Sulzbach:** Wir haben in Frankfurt eine Einrichtung . . .

Stellvertr. Vorsitzender: Die Frankfurter Einrichtungen sind uns bekannt.

Sachv. **Sulzbach:** Dann habe ich nichts weiter hinzuzufügen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann kommen wir zu Nummer 9. Es handelt sich vorzugsweise um die Liquidationskassen für den Waarenverkehr. Bedenken sind gegen die Einrichtungen, die für den Effektenverkehr an einzelnen Orten bestehen, nach keiner Richtung hin hervorgehoben worden, und ich glaube, wir können darüber hier hinweggehen. Wenn keiner der Herren Sachverständigen den Wunsch hat, sich darüber zu äußern, so nehme ich an, daß Sie Alle die Frage, ob hier gemeinschädliche Mängel hervorgetreten sind, verneinen. Wir kommen dann zu Nummer 10. Wollen Sie die Güte haben, sich darüber zu äußern.

Sachv. **Lesse:** Es würde die Frage insofern für erheblich erachtet werden können, als das ganze Institut der Makler noch mehrfach revidirt werden kann.

Stellvertr. Vorsitzender: Darauf kommen wir später.

Sachv. **Lesse:** Dann behalte ich mir meine Stellungnahme bis dahin vor.

Sachv. **von Simson:** Ich habe auch nichts zu bemerken.

Sachv. **Lappenberg:** Die Feststellung der Kurse in Hamburg erfolgt wohl anders, wie hier.

Stellvertr. Vorsitzender: Das wissen wir. Sie sind der Ansicht, daß das Verfahren in Hamburg genügt und keiner Verbesserung bedarf?

Sachv. **Lappenberg:** Für unseren Platz, nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich wollte Herrn Justizrath von Simson auf einen Punkt aufmerksam machen. Das Termingeschäft stützt sich darauf, daß Kurse festgestellt werden, die dem Marktpreis und dem Werthe der Waare entsprechen. Nun wird von manchen Seiten behauptet, daß die Feststellung der Kurse keine so zuverlässige ist, um diese Feststellung als Grundlage für die Abrechnung zwischen den beiden Kontrahenten anzusehen.

Sachv. **von Simson:** Ich habe kein Bankgeschäft, kann mich also über die Frage, ob mißbräuchliche Festsetzung der Kurse erfolgt, nicht aussprechen. Wir haben wohl aber keine Ursache, das anzunehmen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn aber die Feststellung der Kurse nicht mit solcher Zuverlässigkeit geschehen könnte, daß eine Garantie dafür geboten ist, daß die festgestellten Kurse dem Werthe der Waare entsprechen, würde das nach Ihrer Auffassung das Termingeschäft nicht in irgend einer Weise beeinflussen?

Sachv. **von Simson:** Ich würde der Meinung sein, daß man den Versuch machen müßte, eine sachgemäße und ordnungsmäßige Feststellung der Kurse herbeizuführen.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Herr Sachverständige aus Homburg hat sich vorhin schon geäußert; die Verhältnisse in Frankfurt sind uns auch bekannt. Es handelt sich nur darum, ob Sie ein anderes Verfahren für wünschenswerth halten.

Sachv. **Sulzbach:** Nein.

Sachv. **Lesse:** Darf ich hier bei der Frage 10 mir eine Bemerkung erlauben? Ich weiß nicht, ob hier die Frage der Mittelkurse zur Anwendung gelangt.

Stellvertr. Vorsitzender: Allerdings. Wir haben an anderen Börsen Mittelkurse beim Kassageschäft, während hier nur ein Einheitskurs besteht.

Sachv. **Lesse:** Mit dem Einheitskurs für das Kassageschäft ist, glaube ich, im Wesentlichen dem Bedürfniß genügt, wenngleich das auch seine Schattenseiten hat. Man berücksichtigt da nicht jedes Einzelgeschäft, sondern nur den Durchschnitt.

Stellvertr. Vorsitzender: Nein, das ist ein Irrthum. Es ist ein Einheitskurs, kein Durchschnittskurs. Es wird die Berechnung aufgestellt, bei welchem Kurse lassen sich die meisten Geschäfte realisiren, und lediglich dieser Kurs wird notirt. Es ist also diese Feststellung durchaus nicht unanfechtbar, und es kann vorkommen, daß, obwohl Jemand zu 100 hat verkaufen wollen, und auch zu diesem Limit von 100 ein Käufer vorhanden gewesen ist, gleichwohl der Kurs auf 105 festgestellt wird, und in Folge dessen das Geschäft, zu dem Käufer und Verkäufer zu 100 vorhanden wären, nicht zu Stande kommt.

Sachv. **Lesse:** Oder das Geschäft wird zum ersten Kurse gemacht?

Stellvertr. Vorsitzender: Der kommt nur beim Termingeschäft in Betracht. Beim Kassageschäft giebt es überhaupt keinen ersten Kurs. Da wir hier einen Einheitskurs haben, so kann von keinem ersten Kurs die Rede sein.

Ich bitte Sie dann, sich über Nummer 11 zu äußern. Da werden die beiden Herren Juristen wohl auch kaum etwas zu bemerken haben. Ich möchte namentlich dem Herrn Sachverständigen aus Frankfurt am Main bemerken, daß es sich hier nicht bloß um die Kursnotirung in formeller Beziehung handelt, sondern um materielle Verschiedenheiten, daß z. B. ausländische Valuten anders berechnet werden. Der frühere Herr Sachverständige aus Frankfurt hat sich für die Einführung einheitlicher Grundsätze ausgesprochen.

Sachv. **Loppenberg:** Man würde in Hamburg auch keine Schwierigkeiten machen, sich den Berliner Usancen anzuschließen. Es ist früher oft davon die Rede gewesen, man hat aber immer noch das alte System, was auch viel für sich hat, beibehalten und namentlich aus dem Grunde, weil Frankfurt sich nicht hat anschließen wollen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu der einheitlichen Preisnotirung?

Sachv. **Loppenberg:** Ich halte es für zweckmäßig, einheitliche Grundsätze aufzustellen. Gewisse Schwierigkeiten mit der Zinsberechnung u. s. w. dürften allerdings obwalten.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube, man könnte sich doch wohl sehr verständigen über die Frage, ob ein Papier mit 4 oder 5 Prozent Zinsen gehandelt wird, ob es franko Zinsen gehandelt wird oder nicht. In dieser formellen Beziehung dürfte doch eine Verständigung zwischen den einzelnen Börsen nicht schwer zu erreichen sein. Würden Sie das für zweckmäßig halten?

Sachv. **Loppenberg:** Ich halte es im Allgemeinen für zweckmäßig und für erstrebenswerth für die Zukunft.

Stellvertr. Vorsitzender: Da Frage 12 ausscheidet, so kommen wir jetzt zu den Fragen, die sich mit dem Makler-

wesen beschäftigen. Ich möchte deshalb die Herren Sachverständigen bitten, sich über Frage 13 und die einzelnen Unterfragen zu äußern.

Sachv. **Lesse:** Ich glaube, die Frage hat eine ziemlich lange Geschichte in Bezug auf die Reformbestrebungen. Ich bin ihr zufällig nahe getreten vor 25 Jahren, als im Abgeordnetenhaus eine Novelle eingebracht wurde, wodurch es den Handelsmaklern nicht mehr untersagt sein sollte, die Einwilligung der Parteien anders anzunehmen als durch persönliche Erklärung. Nach zweitägigen Debatten wurde die Novelle abgelehnt, im Großen und Ganzen war die Meinung der Majorität, und namentlich wurde das auch vorzugsweise von den Juristen betont, daß man das Maklergewerbe im Wesentlichen erhalten solle als Offizialgewerbe und den Makler nicht zum reinen Kommissionär machen solle.

Seitdem hat die Frage vielfach die Diskussion beschäftigt, und ich erinnere mich, daß der Juristentag umgekehrt sagte, das vereidete Maklergewerbe müsse aufgehoben werden, und zwar auf Antrag eines Homburger Referenten. Ich glaube indessen, daß damals wirklich etwas zu sehr die Hamburger Verhältnisse in den Vordergrund gestellt wurden, denn da ist die Hauptsache das Waaren- und Assekuranzgeschäft.

Ich erwähne, daß der damalige hiesige Syndikus der Kaufmannschaft auf dem Juristentag einen anderen Vorschlag machte, daß das Institut der öffentlich angestellten Handelsmakler, wo vorwiegend die individuelle Beschaffenheit der Waare in Betracht kommt, in Wegfall käme, daß dagegen es beizubehalten wäre für den börsenmäßigen Verkehr in Fonds, Effekten, Produkten und Waaren, mit der einen Ausnahme, daß es dem Makler gestattet sein könne, für Geschäfte, welche er vermittelt, sich verbindlich zu machen oder Bürgschaft zu leisten. Das wurde nicht angenommen, sondern man sprach sich nachher dafür aus, daß der vereidete Makler aufzuheben sei.

Ich glaube nun, daß dieser letzte Beschluß ein unzweckmäßiger war. Ich habe das in einem kleinen Vortrag in der juristischen Gesellschaft vertheidigt und hatte die Freude, daß der Herr Präsident der Reichsbank am Schluß sich dieser Auffassung anschloß, daß der Makler, wie er hier besteht, eine sehr wichtige Vertrauensperson ist, die wir zur Feststellung der Kurse nicht entbehren können, und diese Auffassung haben zu mir auch Mitglieder der Börsenkommission, die die Kurse festsetzen, geäußert.

Ich glaube, daß man darüber zweifelhaft sein kann, ob man unter gewissen Bedingungen dem Makler gestattet, daß er vielleicht am Schluß der Börse Effekten selbst übernimmt, um das Ganze auszugleichen und die Klienten zu befriedigen, daß man da gewisse Freiheiten ihm gewähren und das Handelsgesetzbuch reformiren kann.

Aber im Großen und Ganzen scheint es mir richtig zu sein, wenn man sich bemüht, dieses Gewerbe im Ganzen in seiner Reinheit womöglich wiederherzustellen, daß man also dem Makler nicht gestattet, auch selbst nicht in der Gestalt eines Bruders oder Freundes Kommissionsgeschäfte zu machen, kurz, ihn zu einer reinen Vermittlerperson macht, dann wird er ein wichtiger Faktor bei der Kursfeststellung sein. Ich würde mich auch für ein strenges Verbot der Strohmänner aussprechen und dafür sein, daß Disziplinar- oder andere Strafen festgesetzt werden, welche dahin führen, daß diese Vorschriften gehalten werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Nach Ihrer Ansicht wäre keine Aenderung der Gesetzgebung nothwendig, sondern nur, daß die bestehenden Gesetze sorgfältig beobachtet und angewandt werden. Denn nach diesen haben ja die Börsenvorstände schon jetzt das Recht, vielleicht sogar auch, so lange die Gesetzgebung besteht, die Pflicht, Uebertretungen der Gesetze zur gerichtlichen Kognition und zur strafrechtlichen Verfolgung anzuzeigen. Sie würden

es also für zweckmäßig erachten, die gesetzlichen Bestimmungen im Wesentlichen aufrecht zu erhalten?

Sachv. **Lesse:** Ja.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie haben jedoch angedeutet, daß Sie gewisse Einschränkungen dieses Verbots für zulässig erachten, und andere Herren Sachverständige gehen darin sogar weiter, und haben es nicht bloß für zulässig, sondern eigentlich für nothwendig erachtet, dieses Verbot insoweit aufzuheben, daß der vereidete Makler berechtigt sein soll, Geschäfte, für die er einen Gegenkontrahenten nicht findet, für eigene Rechnung übernehmen zu dürfen, um das Geschäft überhaupt abwickeln zu können. Um nun eine Kontrole über die Thätigkeit des Maklers in Bezug auf seine eigenen Geschäfte auszuüben, ist vorgeschlagen worden, ihm die Verpflichtung aufzuerlegen, diese Geschäfte besonders in seinem Buche zu notiren, um auf diese Weise auch die Einwirkung dieser Geschäfte auf die Kurse zu beseitigen. Wenn ich Sie recht verstanden habe, würde das auch im Wesentlichen Ihr Standpunkt sein. Sie wollen das Institut der vereideten Makler so rein wie möglich erhalten, wollen aber doch den Makler, dem Verkehrsbedürfniß entsprechend, ermächtigen, in gewissen Ausnahmefällen selber eintreten zu dürfen und nur eine Kontrale darüber eintreten lassen, daß dies innerhalb der gebotenen Grenzen geschieht.

Sachv. **Lesse:** Ich halte es für prinzipiell nothwendig, das Institut der vereideten Makler zu erhalten, und zwar aus dem Grunde, weil es eine Nothwendigkeit für die Feststellung der Kurse ist.

Sachv. **von Simson:** Ich würde mich im Wesentlichen dem anschließen können. Darüber, inwieweit die Entwicklung des Verkehrs, insbesondere in Berlin, eine Erweiterung der Befugnisse des Maklers in der Weise zulässig erscheinen läßt, kann ich mir ein eigenes, irgendwie maßgebendes Urtheil nicht zutrauen. Darüber aber bin ich mir gewiß, daß ich es schon seit langer Zeit für nothwendig erachte, den bestehenden Zustand mit der Gesetzgebung in Einklang zu bringen, weil ich es für unzulässig erachte, daß unter den Augen der Behörden das Gesetz mehrfach übertreten wird. Dagegen muß ich mich auf das allerentschiedenste aussprechen.

Stellvertr. Vorsitzender (zu dem Sachv. Lappenberg): Sie stehen in Hamburg auf ganz anderem Standpunkte, nicht wahr?

Sachv. **Lappenberg:** Bei uns ist das Institut der vereideten Makler seit dem Jahre 1871 überhaupt gänzlich aufgehoben, und wir kennen ausschließlich unvereidete Unterhändler.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie haben aber doch eine ähnliche Einrichtung, die sich als nothwendig ergeben hat, insofern, als Sie nicht alle Makler zur Kursnotirung zuziehen, sondern nur solche, die ein gewisses Vertrauen genießen.

Sachv. **Lappenberg:** Wir haben den Kurszettel in sieben Gruppen getheilt und für jede Gruppe zwei Makler und einen Ersatzmann zur Notirung ernannt, und natürlich werden dazu diejenigen ausgesucht, die in den betreffenden Papieren am meisten au fait sind.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie nähern sich damit der Auffassung des Herrn Justizrath Lesse, daß es nöthig wäre, gewisse Garantien dafür zu schaffen, daß die Makler zuverlässig sind. Allerdings wollen Sie die Makler nicht vereidigen.

Sachv. **Lappenberg:** Sie sollen inmitten des Geschäfts stehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie verpflichten aber doch die Makler mittels Handschlags. Könnten wir vielleicht etwas Näheres von Ihnen über diese Einrichtung erfahren?

Dr. **Jürgens:** Herr Präsident, ich möchte nur zur Klarstellung Einiges anführen. Es sind lediglich praktische Gründe maßgebend gewesen, zur Notirung nur eine bestimmte Anzahl von unvereideten, allerdings durch Handschlag auf gewissenhafte Erfüllung ihrer Obliegenheiten verpflichteten Maklern zuzulassen. Im Uebrigen kann jeder Makler, oder richtiger Unterhändler, die Kurse, zu welchen er gehandelt, zwecks Berücksichtigung bei der Notirung schriftlich aufgeben, indem er diese Aufgabe in einen dazu bestimmten Briefkasten wirft.

Stellvertr. Vorsitzender: Gewiß. Ich wollte nur den thatsächlichen Zustand konstatiren, daß im Großen und Ganzen keine Disparität der Einrichtungen besteht. Ob der Makler durch Eid oder Handschlag zur Erfüllung seiner Obliegenheiten verpflichtet ist, ist schließlich kein großer Unterschied.

Sachv. **Lappenberg:** Es ist aber nur eine moralische Verpflichtung, die ihnen bei uns auferlegt wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Dadurch, daß Sie dem Makler das uneingeschränkte Recht geben, als Gegenkontrahent einzutreten, erledigt sich die Frage nach Kautelen zu dem Zweck, um das Eintreten innerhalb gewisser Grenzen zu halten. Sie würden eine derartige Einrichtung, wie sie in Hamburg besteht, auch allgemein empfehlen, daß das Maklergewerbe freigegeben und die gesetzlichen Bestimmungen aufgehoben werden, wonach es dem Makler verboten ist, Geschäfte auf eigene Rechnung zu machen?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, das halte ich für das Richtigste.

Sachv. **Ladenburg:** Ich stehe in dieser Frage ganz auf dem Standpunkt des Herrn Justizrath Lesse.

Sachv. **Sulzbach:** Wir haben in Frankfurt die sich sehr gut bewährende Einrichtung der vereidigten Makler. Es sind ungefähr 80, welche die Kurse feststellen, und 80 zusammen bilden gewissermaßen eine völlige Oeffentlichkeit. Bisher hat das sehr gut fungirt, es sind keine Klagen gekommen.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie haben eigentlich keine unvereideten Makler?

Sachv. **Sulzbach:** Nicht viel, es ist nur eine unbedeutende Anzahl, die aspiriren auf die Stelle eines vereidigten Maklers, und so lange sie das noch nicht werden können, vermitteln sie allein.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir kämen dann zu Nummer 14, zu der Frage, wie sich die Maklerbanken bewährt haben.

Hier ist vor Allem das Bedenken hervorgehoben worden, daß die Leiter der Maklerbanken Einblick in die Engagements haben, und namentlich durch eine Vereinigung von großen Bankhäusern zu Maklerbanken, und dadurch, daß vielfach Direktoren von großen Bankhäusern Mitglieder des Aufsichtsraths von Maklerbanken sind und dadurch Einblick in die Engagements gewinnen, sich erhebliche Mißstände ergeben.

Welche Stellung haben Sie (zum Sachv. Lesse) zu dieser Frage?

Sachv. **Lesse:** Ich weiß darüber nichts.

Sachv. **von Simson:** Ich habe darüber keine Erfahrung.

Stellvertr. Vorsitzender: Hat sich das Institut der Maklerbanken bei Ihnen in Hamburg bewährt?

Sachv. **Lappenberg:** Ich bin im Aufsichtsrath einer Maklerbank und revidire jeden Monat, ich kann aber keinen Schluß machen auf das ganze Geschäft. Das entzieht sich meiner Beobachtung.

Stellvertr. Vorsitzender: Da möchte ich doch bemerken, daß, wenn die Rechte ausgeübt werden, welche das Handelsgesetzbuch den Mitgliedern des Aufsichtsraths verleiht, und wenn demgemäß auch die Pflichten erfüllt werden, die dem Aufsichtsrath obliegen, wonach eine genaue Revision aller Bücher erfolgen soll, damit selbstverständlich auch eine Kenntnißnahme der Engagements eintritt.

Sachv. **Lappenberg:** Das ganze Geschäft geht daraus nicht hervor. In der Maklerbank konzentrirt sich nur ein Theil der Geschäfte.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist ja natürlich, daß man aus der Kenntniß der Verhältnisse einer Maklerbank noch nicht auf die Lage des gesammten Geschäfts schließen kann. Aber wenn sich das Geschäft z. B. in einzelnen Effekten vielleicht auf eine Maklerbank konzentrirt, so gewährt die Kenntniß dieser Verhältnisse schon einen nicht unerheblichen Vortheil gegenüber denjenigen, welche diese Kenntniß nicht haben.

Sachv. **Lappenberg:** Ich glaube nicht, daß darin ein größerer Vortheil besteht. Ich kann höchstens sehen, die und die Firma hat ziemlich viel gehandelt in dem letzten Monat, weiter aber auch gar nichts.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn Sie aber sehen, daß eine bestimmte Firma in großem Umfange irgend ein Industriepapier gekauft oder verkauft hat, so können Sie doch alle möglichen Schlüsse daraus ziehen. Sie können danach beurtheilen, ob das industrielle Unternehmen sich in günstiger Lage befindet, oder wenn große Verkäufe von Personen, die mit den Verhältnissen des Unternehmens vertraut sein müssen, stattfinden, so können Sie mit ziemlicher Zuverlässigkeit den Schluß daraus ziehen, daß die derzeitige Lage des Unternehmens nicht als eine sehr günstige angesehen wird.

Sachv. **Lappenberg:** Es ist hier sehr schwer, sich ein genaues Bild zu machen, weil man nicht wissen kann, wenn z. B. ein Posten Industrieaktien auf Ordre gekauft oder verkauft ist, wenn etwa mittelst der Arbitrage gehandelt ist, wo die Gegenposition ist. Das ist nicht ersichtlich.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber Thatsache ist es doch, daß die Mitglieder des Aufsichtsraths von solchen Geschäften Kenntniß bekommen.

Sachv. **Lappenberg:** Von den Börsenengagements, aber nicht von den Details. Die sämmtlichen Makler stellen bei der Maklerbank ein Depot. Privatleute in Hamburg, die nicht Bankiers sind, machen meistens durch die Makler ihre Geschäfte, und auch als Mitglied des Aufsichtsraths erfahre ich gar nicht, für wen der Makler gehandelt hat; weil der Makler durch sein Depot gedeckt ist, so wird er eben nicht danach gefragt.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie in Mannheim und Frankfurt haben keine Maklerbanken?

Wir kommen dann zu Nr. 15, welche die Zulassung zum Börsenbesuch betrifft. Wir könnten damit gleichzeitig Nummer 16 und 17 behandeln.

Herr Justizrath Lesse, wollen Sie die Güte haben, sich darüber zu äußern?

Sachv. **Lesse:** Ich verzichte.

Sachv. **von Simson:** Ich habe auch keine speziellen Erfahrungen, aber ich habe immer den Wunsch der Kaufmannschaft selbst gefunden, das Ehrengerichtsverfahren thunlichst auszudehnen, soweit es sich machen läßt ohne die vollständige Organisation eines Ehrengerichtshofes. Denn einen solchen kann ich mir wenigstens nach der heutigen Lage der kaufmännischen Verhältnisse nicht denken. Nach Analogie anderer Ehrengerichte könnte man hier kaum vorgehen, weil dazu der Kreis ein zu

großer und namentlich in seinen Anschauungen ein zu verschiedener ist. Meiner Ansicht nach setzt ein ehrengerichtliches Verfahren vollständige Konformität der Anschauungen voraus, wie sie auf dem Gebiete der Ehre herrschen oder wenigstens herrschen sollen. Die Kaufmannschaft dürfte kaum einem allgemeinen Ehrenkoder in diesem Sinne unterworfen werden können.

Stellvertr. Vorsitzender: Diese Auffassung ist von den meisten kaufmännischen Sachverständigen nicht getheilt worden. Sie waren der Ansicht, daß auch eine kaufmännische Ehre bestände.

Sachv. **van Simson:** Das bezweifle ich keinen Augenblick. Ich meine nur, der Begriff „Kaufmann" ist ein so außerordentlich weitgehender, und auch im Sinne des Handelsgesetzbuches; wenn Sie den Begriff „Krämer" im Sinne des Artikels 10 nehmen und dann hinauf bis zur höchsten Spitze gehen, so wird man schwerlich eine solche Uniformität der Gesinnung finden können, auf die sich die Organisation eines Ehrengerichts stützen könnte.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn man das Ehrengericht, wie es ja auch nur in Frage kommen könnte, vorzugsweise oder ganz ausschließlich aus Kaufleuten zusammensetzt, dann würden ja diese Verschiedenheiten berücksichtigt werden können. Aber ich denke, Sie haben sich selbst für eine ehrengerichtliche Organisation ausgesprochen?

Sachv. **van Simson:** Ja gewiß. Ich meine nur, man könnte das nicht ohne Weiteres als ein Ehrengericht der ganzen Kaufmannschaft auffassen, denn dazu ist der Kreis zu weit. Man müßte eine Organisation einführen oder einzuführen suchen, wo sich die verschiedenen Kreise theilen. Denn der Ehrbegriff ist außerordentlich verschieden in den verschiedenen Kreisen, und ich kann mir beispielsweise denken, daß eine Handlung für den Einen absolut ehrenvoll ist, und für einen Anderen unehrenhaft. Ich denke beispielsweise an die Provision. Jeder Kaufmann ist nicht nur dazu berechtigt, sondern berufsmäßig darauf angewiesen, gegen Provision zu handeln. Für den Anwalt gilt die Bedingung einer Provision als unzulässig. Ich meine, daß aber auch auf dem Gebiet des kaufmännischen Betriebes so absolut verschiedene persönliche Auffassungen bestehen, daß man schwerlich, wenn ich ein Beispiel anführen darf, die Spitzen unserer Finanzaristokratie demselben Ehrenkodex wird unterwerfen können, wie die Inhaber offener Läden.

Stellvertr. Vorsitzender: Es handelt sich nicht um eine Kodifizirung der speziellen Delikte, über die das Ehrengericht entscheiden soll, sondern um die Organisation des ehrengerichtlichen Verfahrens, also mehr um die mehr formelle Seite, also darum, ob das Ehrengericht das Recht haben soll, Zeugen eidlich zu vernehmen, welche Strafen es soll verhängen dürfen, welche Rechtsmittel gegen die Entscheidungen zulässig sind u. s. w.

Sachv. **von Simson:** Ich kann nur sagen, daß es mir außerordentlich erwünscht wäre, wenn es gelänge, etwas derartiges zu formuliren. Ich kann mir aber im Augenblick davon kein rechtes Bild machen.

Geheimer Justizrath Dr. **van Cuny:** Ich meine, nach den bisherigen Verhandlungen und nach der Fassung der Frage der Nummer 16 soll es sich doch hier nur um eine ehrengerichtliche Behandlung des Börsenhandels, und nicht des Handels überhaupt handeln. Also alle diejenigen Kreise des Handels, die mit der Börse nichts zu thun haben, werden gar nicht Gegenstand des ehrengerichtlichen Verfahrens sein, welches hier beabsichtigt ist.

Sachv. **van Simson:** Das kann ich mir sehr wohl denken. Natürlich bin ich in diesem Augenblick nicht in der Lage, den vollständigen Plan eines solchen Ehrengerichts darzulegen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie sich auch über Nummer 15 äußern oder nicht?

Sachv. **von Simson:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Was die Frage zu Nummer 17 anbetrifft, so sind Sie wohl dagegen nach Ihrer allgemeinen Stellung?

Dann bitte ich den Herrn Sachverständigen aus Hamburg, sich über diese Frage zu äußern. Der Börsenbesuch ist bei Ihnen vollständig uneingeschränkt. Sie wünschen auch keine Aenderung darin? Wenigstens haben die anderen Herren Sachverständigen aus Hamburg sie nicht gewünscht.

Sachv. **Lappenberg:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Herren sagten, eine Beschränkung des Börsenbesuchs ließe sich nicht durchführen, es kämen sogar Anwalte an die Börse.

Sachv. **Lappenberg:** Ja gewiß, das ganze Publikum.

Stellvertr. Vorsitzender: Wie denken Sie über das ehrengerichtliche Verfahren?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, das würde wohl nach meiner Ansicht die Handelskammer zu üben haben. Sie hat bei uns polizeiliche Aufsicht über die Börse, und ich glaube, daß sie auch zur Handhabung des ehrengerichtlichen Verfahrens sehr wohl geeignet sein würde.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie glauben, daß darin eine Besserung des gegenwärtigen Zustandes liegt? Es ist, möchte ich sagen, von fast allen kaufmännischen Sachverständigen der Gedanke des Ehrengerichts sehr sympathisch aufgenommen worden. Sie glauben auch, daß sich ein weiterer Ausbau empfiehlt?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, ich glaube nur, die Handelskammer würde eventuell schon selbst einschreiten.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie kann keine Zeugen eidlich vernehmen, also auch die Wahrheit nicht feststellen.

Sachv. **Lappenberg:** Dann müßte das etwas erweitert werden. Sonst habe ich durchaus keine Bedenken.

Stellvertr. Vorsitzender: Bei Nummer 17 kann in Frage kommen — und das ist auch von manchen Seiten betont worden —, ob nicht, wenn auch an sich die Mitwirkung staatlicher Organe bei der Beaufsichtigung der Börse nicht erwünscht ist, man doch für die Zwecke des Ehrengerichts staatsanwaltliche Organe für die Verfolgung der Vergehen brauchte, weil die kaufmännischen Kreise doch nicht in der Weise gegen ihre Berufsgenossen vorzugehen geneigt sein möchten, wie es nothwendig wäre im Interesse der Aufrechterhaltung des Ansehens des Kaufmannsstandes.

Wie stellen Sie sich dazu?

Sachv. **Lappenberg:** Ich möchte mich der Aeußerung enthalten, da ich mir die Sache nicht recht denken kann.

Sachv. **von Simson:** Wenn der Ehrengerichtshof das Recht zur zeugeneidlichen Vernehmung haben soll, dann halte ich die Einrichtung eines behördlichen Anklageorgans für absolut geboten.

Sachv. **Lesse:** Ich bin derselben Meinung.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte gern wissen, wie es bei dem Ehrengericht der Rechtsanwälte in diesem Fall ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Da fungirt ein Staatsanwalt als öffentlicher Ankläger.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Beim Staatsanwalt könnten also auch nur die Denunziationen eingehen?

Sachv. **von Simson:** Ich meine, es würde nicht ein Kaufmann direkt dann gegen einen anderen als Kläger aufzutreten haben. Was das Verfahren bei den Rechtsanwälten betrifft, so giebt der Vorstand der Anwaltskammer Fälle, die sich dazu qualifiziren, selbst an den Staatsanwalt ab, um Anklage zu erheben.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es ist ja Gegenstand der Untersuchung unserer Kommission auch wesentlich die Wahrnehmung, daß in dem Verhältniß zwischen Kommissionär und Kommittenten nicht immer Alles in Ordnung gewesen ist, und man beklagt z. B. vielfach, daß in den Bedingungen, die gewisse Kommissionäre den Kommittenten gegenüber aufstellen, manche Festsetzungen enthalten sind, welche gegen die gute Sitte verstoßen. Ich möchte nun die Herren Sachverständigen fragen, ob sie meinen, daß ein Ehrengerichtshof nur diejenigen Fälle abzuurtheilen haben sollte, welche sich auf den Verkehr zwischen den Börsenbesuchern untereinander beziehen, oder ob seiner Prüfung auch unterliegen sollen beispielsweise derartige Bedingungen, wie ich sie eben charakterisirt habe, also im Allgemeinen das Verhältniß des Kommissionärs zu seinen Kommittenten

Sachv. **Simson:** Ich würde annehmen, daß, wenn man im Prinzip die Ehrengerichte akzeptirt, man die Aufgabe derselben nur analog unserem Ehrengerichtshof auffassen kann, d. h. zu fragen, liegen Dinge vor, welche dem Anstande und der Würde zuwider sind, welche der Kaufmann im Handelsverkehr zu beobachten hat?

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Ich möchte in diesem Zusammenhang noch einmal auf das Differenzspiel zurückkommen. Würde ein Fall, wo ein Kommissionär von einem Kommittenten, von dem er weiß, daß er überhaupt gar keine Mittel besitzt, Aufträge entgegennimmt, die sich auf Millionen belaufen, und wo es sich nur um reine Differenzgeschäfte handelt, noch zu einem ehrengerichtlichen Verfahren gegen den Kommissionär geeignet sein?

Sachv. **von Simson:** Ich kann mir solche Fälle denken. Ich würde allerdings meinen, daß sich ein solcher Vorfall eher zur Einleitung eines Entmündigungsverfahrens gegen den betreffenden Bankier eignet.

(Heiterkeit.)

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** Ja, es ist aber bekannt, daß in Berlin solche Fälle vorgekommen sind. Ich erinnere nur an den Namen Back und daran, daß von keiner Seite zu der Einleitung des Entmündigungsverfahrens irgendwie ein Anlaß genommen worden ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte im Anschluß an die Ausführungen des Herrn Kommerzienraths Mendelssohn noch darauf hinweisen, daß, wenn z. B. von Seiten des Kommissionärs für die Geschäftsführung zwischen ihm und dem Kommittenten gewisse bedenkliche Bedingungen aufgestellt sind, die geradezu in wucherischer Weise die Ausbeutung des Kommittenten bezwecken, dies wohl einer ehrengerichtlichen Entscheidung unterliegen müßte. Hier heißt es z. B. in den Geschäftsbedingungen der Berliner Wechselbank Hermann Friedländer und Sommerfeld:

> „Unsere Kommittenten sind verpflichtet, spätestens eine Stunde vor Beginn der nächsten auf die Absendung an die angegebene Adresse oder auf die mündliche Erklärung der Aufforderung folgenden Börse dem gestellten Verlangen nachzukommen. Andernfalls steht uns das Recht zu, an dieser Börse die schwebenden Engagements nach unserer Wahl ganz oder theilweise oder durch Abschluß mit Dritten oder durch Selbstübernahme zu lösen."

Einige andere haben sogar die Bedingung, daß, sobald ihr Interesse gefährdet erscheint oder die Kommittenten der Auf-

forderung nach Verstärkung des Depots nicht Folge leisten, sie berechtigt sind, ohne Weiteres durch geeignete Käufe oder Verkäufe die Beziehungen zu lösen. Darüber kann kein Zweifel sein, daß das Ehrengericht auch berufen sein würde, gegen wucherische Geschäftsbedingungen einzuschreiten.

Dann bitte ich den Herrn Sachverständigen aus Mannheim, sich zu den Fragen 15 bis 17 zu äußern.

Sachv. **Ladenburg:** Ich habe schon heute früh erwähnt, daß ich eine Ausdehnung des ehrengerichtlichen Verfahrens für wünschenswerth erachte.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie die Güte haben, zunächst Nummer 15 zu erledigen.

Sachv. **Ladenburg:** Wir haben keine eigentliche Börsenordnung, so daß ich mich hier sehr kurz fassen kann, also auch über den Besuch mich nur allgemein äußern kann. Ich glaube, daß in der Beziehung ich mich gegen die jetzigen Zustände, namentlich soweit sie mir aus Frankfurt und Berlin bekannt sind, nicht auszusprechen hätte.

Stellvertr. Vorsitzender: Es fehlt Ihnen die spezielle Kenntniß der Verhältnisse. Dann bitte ich Sie, sich zu Frage 16 zu äußern.

Sachv. **Ladenburg:** Da wiederhole ich, daß mir das sehr sympathisch ist, wenn das ehrengerichtliche Verfahren im Interesse des Ansehens und der Würde der Kaufmannschaft ausgebildet wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie der Auffassung beitreten, die die beiden Herren Juristen über die Einsetzung einer staatsanwaltlichen Instanz geäußert haben, daß diese nothwendig wäre, wenn man das Ehrengericht einsetzt?

Sachv. **Ladenburg:** Ich kann mich dem anschließen.

Stellvertr. Vorsitzender: Und Sie, Herr Sulzbach?

Sachv. **Sulzbach:** Ich schließe mich dem völlig an. Ich halte es für sehr gut, daß durch ein ehrengerichtliches Verfahren eine sehr strenge Praxis sich herausbildet, die gegen eine Menge Sachen, die heute gar nicht zur Verantwortung gezogen werden können, Abhilfe schaffen wird.

Stellvertr. Vorsitzender: Wären Sie auch für eine staatsanwaltliche Instanz?

Sachv. **Sulzbach:** Gewiß.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich Sie, sich noch über Frage 15 zu äußern, ob die Bestimmungen, wie sie zur Zulassung zur Börse gegenwärtig bestehen, ausreichend sind.

Sachv. **Sulzbach:** Wir haben in Frankfurt eine Praxis, die sich bewährt hat. Wir geben Eintrittskarten aus. Es werden auch Erkundigungen eingezogen. Wenn diese ungünstig lauten, dann bekommt er keine Karte.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist der Vorschlag gemacht worden, wenn man auch keine Realkaution, so doch eine größere Anzahl von Bürgen zu verlangen, die, wenn auch nur in moralischer Beziehung, eine Verantwortung übernehmen. Sind Sie auch dafür?

Sachv. **Sulzbach:** Nein.

Stellvertr. Vorsitzender: Oder halten Sie das jetzige Verfahren nicht für verbesserungsbedürftig?

Sachv. **Sulzbach:** Für uns in Frankfurt wird es nicht thunlich sein. Es giebt eine sehr große Anzahl von Personen, welche überhaupt kein Spekulationsgeschäft entriren, welche vielleicht zwei bis drei Mal an die Börse hinkommen, die würden dadurch nur gehindert werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Und wie ist bei Ihnen die Praxis in Betreff der Wiederzulassung im Konkursfalle?

Sachv. **Sulzbach:** Wenn der Betreffende abgezahlt hat, so muß er aufgenommen werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Wohl nur, wenn er eine Bescheinigung beibringt, daß die Gläubiger befriedigt sind.

Sachv. **Sulzbach:** Das kommt manchmal vor.

Stellvertr. Vorsitzender: Es wird behauptet, daß man in manchen Orten vielfach Bankerotteure zu vereidigten Maklern gemacht hat, um ihnen Gelegenheit zu geben, möglichst viel zu verdienen und so ihre Verbindlichkeiten abzustoßen.

Sachv. **Sulzbach:** Das ist in manchen Fällen auch schon vorgekommen, aber das sind längst vergangene Zeiten und betraf nur solche Fälle, wo die Leute notorisch durch zu leichtsinniges Kreditgeben an einen Dritten sich ruinirt hatten und nicht durch eigenen Leichtsinn, sondern faktisch durch Andere ins Unglück gezogen waren. Da hat man die Sache milder angesehen.

Stellvertr. Vorsitzender: An sich würde man wohl darin einen Leichtsinn erblicken, wenn man in zu erheblichem Umfange an Leute, die es nicht verdienen, Kredit gewährt. Bezüglich der Uebertragung von staatsanwaltlichen Funktionen an ein Staatsorgan wollen Sie keine Stellung nehmen?

Sachv. **Sulzbach:** Nein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Herr Justizrath von Simson hat bemerkt, daß er sich nicht recht die Einführung derartiger Ehrengerichte denken könne, weil die Ehrbegriffe für die verschiedenen Kategorien von Kaufleuten sehr verschieden seien. Nun möchte ich mich darüber vergewissern, ob Herr Justizrath von Simson diese seine Anschauung nicht fallen läßt, wenn er Folgendes berücksichtigt: Dieses Ehrengericht ist projektirt nicht bloß für Handlungen an der Börse, so daß es gewissermaßen zu einer Art von Disziplin des anständigen Betragens an der Börse führt, sondern es soll sich auch auf die ganze Geschäftsführung des kaufmännischen Betriebs beziehen, soweit sie mit der Börse im Zusammenhang steht, so daß also auch der Kommissionsverkehr darunter fällt und auch das Emissionsgeschäft. Würde Herr Justizrath von Simson ein Ehrengericht in dieser umfassenden Bedeutung für ausführbar halten?

Sachv. **von Simson:** Im Allgemeinen würde ich für die Voraussetzung der Wirkung eines solchen Ehrengerichts die halten, daß es nur für Kreise galt, bei denen man sich Uebereinstimmung in der Anschauung über das Schickliche denken kann.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es wird dabei eben nur eine gewisse Durchschnittslinie vorauszusetzen sein. Der königliche Kaufmann beträgt sich königlich. Es handelt sich um eine Durchschnittslinie, nach welcher innerhalb eines bestimmten Geschäftsverkehrs das Eine für honnett, das Andere für nicht honnett erachtet wird.

Sachv. **von Simson:** Das ist auch bei uns mehr oder weniger der Fall.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich kann keinen Unterschied in einem Ehrengericht für Kaufleute und Anwälte finden.

Stellvertr. Vorsitzender: Das hat Herr Justizrath von Simson auch nicht behauptet.

Sachv. **von Simson:** Ich sagte, der Begriff „Kaufleute" wäre mir zu weit gefaßt. „Kaufmann" ist auch z. B. der Händler, der mit Gemüse auf den Straßen handelt. Es ist doch nicht möglich, auch den unter diese Ehrengerichte zu bringen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann können wir zu Nummer 18 übergehen. Ich möchte Herrn Justizrath Lesse bitten, zu sagen, wie er über diesen Punkt denkt.

Sachv. **Lesse:** Da würde ich nicht abgeneigt sein, wenn es möglich ist, einen Weg zu finden, daß z. B. eine Bestrafung eintritt, wenn das Publikum irregeführt wird durch falsche Gerüchte u. s. w.

Stellvertr. Vorsitzender: Falsche Gerüchte werden auch jetzt durch die Börsenordnung schon geahndet, und es handelt sich nur um die Erweiterung dieser Bestimmungen. Würden Sie eventuell auch befürworten, daß Vertreter der Presse, soweit sie an die Börse kommen, auch diesen Bestimmungen unterworfen werden sollten?

Sachv. **Lesse:** Wenn man ihnen nachweisen kann, daß sie wider besseres Wissen gehandelt haben, dann ja.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie auch fahrlässige Verbreitung falscher Gerüchte bestraft wissen wollen?

Sachv. **Lesse:** Soweit überhaupt Jemand für die Verbreitung falscher Gerüchte verantwortlich gemacht werden kann.

Stellvertr. Vorsitzender: Also Sie würden auch die Presse verantwortlich machen wollen! Wie würden Sie zu der Frage stehen, die Insertionen zu bestrafen, welche vorzugsweise zum Spiel anlocken, jene bekannten Insertionen, die dem Publikum versprechen, man könnte ohne erhebliches Risiko gegen Einzahlung von ganz geringen Beträgen große Gewinne erzielen? Ließe sich dagegen etwas machen?

Sachv. **Lesse:** Ich fürchte, dagegen ist nichts zu machen. Der Inhalt kann strafbar sein, dann mag man die Betreffenden bestrafen, aber zu verhindern ist es nicht.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie im Allgemeinen der Ansicht sein, daß die Presse ihre Schuldigkeit gegen das Publikum in der Weise gethan hat, daß sie vor schlechten Werthen gewarnt und zum Ankauf guter animirt hat?

Sachv. **Lesse:** Das ist sehr verschieden. Einige Zeitungen haben ihre Schuldigkeit gethan, andere haben das Gegentheil bewirkt.

Stellvertr. Vorsitzender: Bezüglich der Unterfrage nehme ich an, daß Sie dieselbe bejahen werden. Es ist das bisher von allen Sachverständigen geschehen (daß die Bestimmung des Artikels 249d des Handelsgesetzbuches auch auf andere Papiere als Aktien ausgedehnt werde).

Sachv. **von Simson:** Die Bejahung der Unterfrage halte ich für unbedingt richtig. Ich würde auch die Verbreitung falscher Thatsachen bestrafen, dagegen halte ich eine Bestrafung des Reklamewesens deshalb für außerordentlich bedenklich, weil auch hier meines Erachtens eine Grenze kaum zu ziehen sein wird, wo dasjenige aufhört, was man einfach Reklame nennt und wo bewußte Irreleitung des Publikums anfängt, abgesehen von einer wissentlichen Verbreitung falscher Thatsachen. Ich halte es für enorm schwer, das zu reguliren. Ich kann auch sagen, wenn die Goldene 110 für 3 Mark einen Frack anpreist, in welchem man wie ein Fürst aussieht, so ist das bewußte Irreleitung des Publikums, aber es wird Niemandem einfallen, eine solche Reklame unter Strafe zu stellen

(Heiterkeit),

und deshalb würde ich nicht empfehlen, in eine strafrechtliche Aktion einzutreten, die wahrscheinlich an der Unausführbarkeit scheitert.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie es nicht für angezeigt erachten, eventuell eine Entscheidung darüber einem Ehrengerichte zu überweisen?

Sachv. **von Simson:** Jawohl, Herr Geheimrath, ich nehme an, daß alle diejenigen Handlungen auf diesem Gebiete, welche gegen die Ehre der betreffenden Berufsklassen verstoßen, immer unter das Ehrengericht fallen müssen, nicht unter das Strafgericht.

Stellvertr. Vorsitzender: Also darüber sind die Herren Sachverständigen nicht ganz einig, wie man die Presse behandeln soll?

Sachv. **von Simson:** Die kann man nicht vor einen Ehrengerichtshof ziehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist angeregt worden, die Strafen, die der Ehrengerichtshof verhängt, sollen nur bestehen in Verwarnung, Verweis und Ausschluß — zeitweiligem oder dauerndem — von der Börse. Nun wird behauptet, daß für die größeren Zeitungen die Vertretung an der Börse eine Nothwendigkeit ist, wie schon daraus hervorgeht, daß fast alle größeren Zeitungen einen Vertreter an der Börse haben. Es würde also durchaus nicht unangemessen sein, auch diesen Vertretern gegenüber, wenn sie sich einer Uebertretung der Börsendisziplin und derjenigen Pflichten schuldig machen, welche sie durch die Berichterstattung gegen das Publikum übernehmen, das Ehrengericht in Funktion treten zu lassen, und ihnen die Zutrittskarte auf Zeit oder dauernd zu entziehen. Also prinzipiell wäre dagegen nichts einzuwenden.

Sachv. **von Simson:** Dagegen würde ich keine Bedenken haben.

Geheimrath Professor Dr. **von Cuny:** Auch insofern nicht, als es sich um Zeitungsartikel handelt? Also nicht um das, was die betreffenden Zeitungsberichterstatter an der Börse thun, sondern um das, was ihre Zeitungen als solche thun.

Sachv. **von Simson:** Ich meine unter der Voraussetzung, daß diese Aktion sich offenbar nur gegen die Personen richten kann, nicht gegen die Zeitungen. Man kann im einzelnen Falle immer nur gegen die betreffende Person einschreiten. Die Zeitung als solche kann man überhaupt nicht fassen.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte bemerken, daß in Bezug auf die letztere Bemerkung die Ansichten doch verschieden sind. Zunächst wäre es selbstverständlich, daß die Börsenorgane gegen die Person vorgehen. Wenn sie aber sehen, daß trotz dieses Einschreitens eine Zeitung dauernd ungeeignete Elemente als Vertreter an die Börse schickt, so würde natürlich auch die Börsenkommission sagen können: ich schließe die Zeitung überhaupt von der Börse aus?

Sachv. **von Simson:** Gewiß.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich den Herrn Sachverständigen aus Hamburg, sich über diese Frage zu äußern.

Sachv. **Lappenberg:** Ich will bemerken, daß die Presse eigentlich an unserer Börse so gut wie gar nicht vertreten ist. Es kommt nur ab und zu ein Journalist an die Börse.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist wunderbar.

Dr. **Jürgens:** Ich möchte das berichtigen. Das ist doch nicht ganz zutreffend. So haben z. B. unsere großen Blätter, wie die „Hamburger Börsenhalle" einen ständigen Vertreter an der Börse. Der „Hamburger Correspondent" desgleichen.

Stellvertr. Vorsitzender: Es handelt sich hier nicht um die Hamburger Verhältnisse allein, sondern um Ihre allgemeine Stellungnahme.

Sachv. **Lappenberg:** Ich stehe völlig auf dem Standpunkt des Herrn Justizrath von Simson.

Stellvertr. Vorsitzender: Ebenso bezüglich der Unterfroge, daß die betreffende Strafbestimmung nicht bloß bei Aktien gelten solle?

Sachv. **Lappenberg:** Ja.

Sachv. **Ladenburg:** Ich stehe auf gleichem Standpunkte.

Stellvertr. Varsitzender: Sie theilen also die Auffassung der beiden Herren. (Zum Sachv. Sulzbach) Sie ebenso?

Sachv. **Sulzbach:** Ja wohl.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann kommen wir zu Nummer 19, 21 und 22, wogegen ich bitten möchte, Nummer 20 vorläufig auszusetzen. Also Herr Justizroth Lesse, wie stellen Sie sich in Bezug auf das Kommissionsgeschäft?

Sachv. **Lesse:** Beim Kommissionsgeschäft spielt die wichtige Depotfrage mit hinein. Ich weiß nicht, ob überhaupt der Wunsch vorliegt, darüber etwas zu sagen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn Sie Ihre Bemerkungen in engen Grenzen hatten wollen, so habe ich nichts dagegen. Es ist zwor zweifethaft, ob die Aufgobe der Kommission sich darauf zu erstrecken hat, es würde aber keinem Bedenken unterliegen, nebenbei diese Frage kurz zu streifen.

Sachv **Lesse:** Dann möchte ich zunächst auf die Frage des Eintritts des Kommissionärs als Selbstkontrahenten eingehen. Da allerdings sind vielfach Wünsche aufgetreten, etwos an den bestehenden Bestimmungen zu ändern, und ich muß sagen: ich halte das nicht für unberechtigt. Es ist bekannt, daß das Selbstkontrahentenrecht des Kommissionäes ziemlich weit geht, indem demselben, wenn ihm nicht gekündigt wird und wenn er nicht selbst kündigt, das Wahlrecht immer weiter verbleibt, und es hat das Reichsoberhandelsgericht in den Gründen einer Entscheidung vom 25. Januar 1876 namentlich ausgeführt, daß auch eine spätere abweichende Erktärung noch zuläfsig ist. Wenn Artikel 361 die Ausübung eines Wahlrechts enthält, dann ist der Kommissionär unbehindert, sich später beliebig für die eine oder andere Alternative zu entscheiden. Das ist ein Punkt, der besonders angegriffen wird und auch bei der Berathung des Handelsgesetzbuches besprochen wurde und ebenso von den meisten Schriftstellern, die darüber geschrieben haben. Ich möchte allerdings für eine Aenderung in soweit mich aussprechen, als ich sage: der Kommissionär muß bei der Mittheilung über Ausführung des Auftrags sagen, ob er Setbstkontrahent ist und eintreten will. Ich glaube, das ist der späteste Moment, wo ihm diese Pflicht auferlegt werden muß. Jetzt bleibt er ja noch berechtigt — und das kommt namentlich bei dem wichtigen Zeitgeschäft in Betracht —, wenn er sieht, daß die Zeiten sich ändern, zu sagen: Ich gebe diesen oder jenen als Käufer oder Verkäufer auf, während ich sage: in dem Moment, wo er erklört: ich führe den Antrag ous, hat er zu sagen, ob er ihn *selbst* ausführen will. Schwierig ist es, diese Sache zu entscheiden, und es werden sich sehr viele dafür aussprechen, daß es eigentlich immer das Beste wäre, jede Sache als Selbstkontrahent ouszuführen. Das mag für große Banken bei der Ertedigung ihrer Aufträge möglich sein, für die kleineren wird es vielleicht schwieriger sein, so ohne Weiteres gleich bei Annahme des Auftrags das auszusprechen. Ich meine, daher wird es wohl richtiger sein, den späteren Moment zu akzeptiren. Wenn er sagt: ich habe dieses Geschäft ausgeführt, so muß er auch sogen: ich hobe es in mir ausgeführt, oder es ist der und der gewesen.

Stellvertr. Varsitzender: Sie würden, wenn ich Sie recht verstanden habe, eine generelle Verabredung, als Selbstkontrahent einzutreten, wie sie sich in meiner Geschäftsbedingung vielfach findet, für zuläsfig erachten?

Sachv. Lesse: Ja, das kann ich nicht beschränken, wenn die Verabredungen etwas Anderes sagen. Ich kann nur das sagen, was im Gesetz als Regel gilt.

Stellvertr. Vorsitzender: Gestern hat ein Herr Sachverständiger aus dem Bankierstande derartige generelle Verabredungen für unzulässig erklären wollen.

Sachv. Lesse: So weit will ich nicht gehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Was die anderen Herren wollen, ist, die Unsicherheit beseitigen, also den Revers nicht als einen für die Zukunft ausreichenden zu erachten, der bloß sagt: nach meiner Wahl kann ich das so und so machen. Das soll nun begrenzt werden. Sie sind nun der Ansicht, daß der betreffende Kommissionär im Zeitpunkt der Mittheilung über ein abgeschlossenes Geschäft sagen muß, er sei Selbstkontrahent gewesen.

Sachv. Lesse: Jawohl.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dem gegenüber wurde nun hervorgehoben, daß die großen Bankiers eine solche Unbestimmtheit gar nicht aufkommen lassen, daß sie ausdrücklich in ihren Bedingungen erklären: wenn ich nicht bei Ausführung etwas Anderes sage, bin ich Selbstkontrahent. Gestern ist allerdings von einem Herrn Sachverständigen gesagt worden, nein, das würde ihm nicht ausreichen, auch wenn eine derartige reversmäßige Vorverabredung vorliege, wie eine Erklärung zu interpretiren sei, dann sollte doch bei oder kurz nach der Ausführungsanzeige noch immer eine Erklärung abgegeben werden, widrigenfalls anzunehmen sei, daß der Kommissionär das Geschäft mit einem Dritten gemacht haben müßte. Ich habe die Auffassung, die ganze Sache kommt auf eine Vervielfältigung des Schreibwerks hinaus. Ich sehe eigentlich nichts weiter darin, als daß dem Publikum besonders kenntlich gemacht wird, und zwar für die Zukunft kenntlich, daß der Kommissionär selbst kontrahiren will, so daß man daher in der Lage ist, von demselben abzugehen. Größeren Erfolg verspreche ich mir nicht davon.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Herr, der diesen Vorschlag machte, ging von der Erwägung aus, daß, wenn der Kommissionär dem Kommittenten innerhalb einer ganz kurzen Frist mittheilt: „ich bin Selbstkontrahent", letzterer sich in der Lage befindet, zu prüfen, ob die Kursnotiz, welche ihm aufgegeben ist, sich innerhalb angemessener Grenzen hält und auch dem wahrscheinlichen Werthe der Waare entspricht. Wenn er z. B. findet, daß bei Zeitgeschäften eine Reihe von Kursnotizen vorliegen, daß z. B. Diskontokommandit zu 189, $189^1/_2$, 190 und 192 gehandelt sind und der Kommissionär giebt ihm bei Verkaufsaufträgen immer nur die niedrigsten Kurse auf, so wird der Kommittent sich sehr bald sagen: „das ist kein zuverlässiger Kommissionär, der will bloß seinen Vortheil"; diese Wirkung hat sich der Herr Sachverständige von seinem Vorschlage versprochen.

Sachv. Lesse: Wie war dieser Vorschlag?

Stellvertr. Vorsitzender: Bei der Mittheilung der Schlußnote soll der Kommissionär mittheilen, ob er Selbstkontrahent sei. Ferner wollte der betreffende Herr generelle Verabredungen allgemein für ungiltig erklären.

Sachv. Lesse: Die Befürchtung ist doch gerade die, daß der Kommissionär zu seinem Vortheil spekulirt und zum Nachtheil des Kunden, daß er später ein Geschäft annimmt, wenn es ihm vortheilhaft erscheint, und nicht, wenn es ihm nachtheilig ist. Dagegen ist nichts einzuwenden, daß man sagt: „wenn du nicht bei Ausführung deines Auftrages etwas Anderes sagst, wird angenommen, du bist Selbstkontrahent. Das ist das Erwünschte.

Stellvertr. Vorsitzender: Die Hauptsache ist, daß die Thatsache, ob er Selbstkontrahent ist, in kurzer Frist klar gestellt wird.

Sachv. **Lesse:** Ich glaube, das würde geschehen, wenn man so verfährt, daß das jedes Mal gesagt werden muß. Wenn ich auch sonst gegen die Beschränkung der Freiheit bin, so läßt sich das doch hören, weil es das Geschäft klarer macht, wenn es schon vorher gesagt ist, wenn die Sache schon vorher durch einen Revers ausgesprochen ist. Wenn ein Haus in seinen Geschäftsbedingungen sagt: „ich sage dir hiermit ein für alle Mal, wenn ich dir nichts Besonderes bei der Ausführung anzeige, dann bin ich Selbstkontrahent", was hat demgegenüber eigentlich der Vorschlag für eine besondere Bedeutung, der gestern gemacht worden ist, daß man nämlich sagt: „nein, das soll auch nicht genügen, ich soll noch mal, wenn ich die Ausführung anzeige, sagen, ich sei Selbstkontrahent'?"

Stellvertr. Vorsitzender: Die gestern geäußerte Ansicht des Sachverständigen ging nach meiner Auffassung dahin, daß durch die jedesmalige Erklärung die Aufmerksamkeit des Kommittenten auf diesen Punkt gelenkt würde. Durch die allgemeinen Geschäftsbedingungen geschieht das gewöhnlich nicht. Die Erfahrung beweist, das diese unterschrieben werden, ohne daß der Betreffende sich die Sache klar gemacht hat, und dann wird er immer im Zweifel bleiben, ob der Kommissionär Selbstkontrahent ist oder nicht.

Sachv. **Lesse:** Im Ganzen, wenn er es allgemein erklärt hat, wird das genügen. Er kann, auch wenn er dann erklärt hat: „ich verweise dich an den Kontrahenten", zivilrechtlich haftbar gemacht werden. Insofern ist die Sache nicht sehr bedeutend.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich halte die Sache auch nicht für so bedeutend, daß deshalb sich ein Eingriff in die Vertragsfreiheit empfiehlt. Ich meine, wir sollten uns doch keinen Illusionen hingeben.

Graf **von Kanitz:** Die allgemeine Regel wird wohl sein, daß die Kommittenten es lieber sehen, wenn der Kommissionär nicht als Selbstkontrahent eintritt, weil sie nicht in die Gefahr kommen wollen, daß der Vortheil des Kommissionärs der Nachtheil des Kommittenten ist. Darüber kann doch gar kein Zweifel sein. Nun möchte ich auch hier die Frage wiederholen: wenn der Kommissionär gezwungen wird, dem Kommittenten anzuzeigen, daß er als Selbstkontrahent eintritt, glaubt der Herr Sachverständige, daß eine solche Vorschrift von praktischem Nutzen sein könnte? Wie soll der Kommittent davor geschützt werden, daß der Kommissionär einen Strohmann vorschiebt?

Sachv. **Lesse:** Dann muß ihm der Auftraggeber, wenn er seinen Auftrag giebt, sagen: „du sollst das Geschäft nicht selbst übernehmen: ich will das nicht: du sollst mir als reiner Kommissionär fungiren."

Graf **von Kanitz:** Nur als Vermittler?

Sachv. **Lesse:** Nur als Vermittler.

Graf **von Kanitz:** Nun nennt er den Strohmann.

Sachv. **Lesse:** Dann nennt er den, mit dem er das Geschäft gemacht hat. Das ist nicht ein Strohmann.

Graf **von Kanitz:** Wie ist es nun im Falle stillschweigender Verabredung, daß er zwar den Namen nennt, aber das Geschäft macht er trotzdem in sich.

Sachv. **Lesse:** Dagegen giebt es kein Mittel.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Sache liegt doch etwas anders, weil man zunächst den Satz nicht absolut zugeben kann,

daß jeder Kommittent wünscht, daß der Kommissionär das Geschäft nicht selbst macht,

(Zurufe: Im Gegentheil!)

daß der Kommittent wünscht, es mit einem anderen zu thun zu haben, als mit dem Kommissionär. Ich werde die Einschränkung gleich erwähnen, aber ich glaube, wir müssen das Allgemeine und das Besondere auseinanderhalten. Beim Zeitgeschäft kann wegen der nahe liegenden Interessenkollision sich die Frage erheben, ob hier die gesetzliche Präsumtion für den Willen des Kommittenten, daß der betreffende Kommissionär als Selbstkontrahent eintreten dürfe, nicht auszuschließen. Sie selbst, Herr Graf, haben das Erkenntniß des Oberhandelsgerichts vorgetragen, in welchem gesagt ist, daß ein Kommissionsauftrag zu Differenzgeschäften aufzufassen wäre als Auftrag, der auszuführen wäre, ohne daß der Kommissionär Selbstkontrahent sein dürfe. Dabei will ich bemerken, daß das Reichsoberhandelsgericht stillschweigend diese ohne Begründung gegebene Auffassung später aufgegeben hat. Wenn Sie aber fragen, welche Mittel dagegen zu ergreifen sind, daß ein Verhältniß besteht, wo ich dem Kommissionär ausdrücklich oder implicite sage: du sollst es ausführen, und der Mann thut, als ob er es ausgeführt hat, aber schiebt einen Strohmann vor, ja so ist das Betrug, und ich will nur bemerken, es giebt eine Entscheidung, die anscheinend nicht genug bemerkt ist. In einem Fall hatte ein Mann in Bremen einen Duisburger zu langjährigen Spekulationsaufträgen, namentlich in Speck und ähnlichen Waaren, veranlaßt, und immer so über die Ausführung der Aufträge, denen dann Deckungsaufträge folgten, berichtet — freilich in eingehender Charakterisirung dieser Ausführungen —, als wenn er die Geschäfte mit Dritten gemacht hätte, obwohl er nie Leute nannte. Dabei hat der Mann aus Duisburg große Summen verloren und nachher sein Geld zurückgefordert mit der Behauptung: er habe gar keine Ahnung davon gehabt, daß der Kommissionär alle diese Geschäfte in sich selbst gemacht habe. Die Instanzgerichte nahmen an, dies wäre gleichgiltig, wenn dem Kommittenten nur der richtige Kurs berechnet sei. Das Reichsgericht aber erachtete, auch wenn der Kommittent auf die Vorspiegelung keinen besonderen Schaden gründen könne, dieselbe doch als die Verpflichtung des Kommittenten beseitigend. Der Kommissionär ist in diesem Falle zur Zurückzahlung der ganzen Summe verurtheilt worden.

Stellvertr. Vorsitzender: Es wird sich schwer feststellen lassen, ob es dem Kommittenten wünschenswerther erscheint, mit dem Kommissionär selber abzuschließen oder den Kommissionär nur zu beauftragen, mit einem Dritten abzuschließen. Wenn mir z. B. mitgetheilt wird, daß die Seehandlung im Gegensatz zur Reichsbank keine Courtage berechnet, wenn sie ein Geschäft in sich macht, so würde ich allerdings als Kommittent ein Interesse daran haben, direkt mit der Seehandlung zu verkehren.

Graf **von Kanitz:** Ueber die Frage, ob dem Kommittenten daran liegen muß, mit dem Kommissionär in sich Geschäfte zu machen, mögen ja die Ansichten auseinandergehen. Selbstverständlich meine ich, daß bei Kassageschäften das Interesse des Kommittenten, mit einem Dritten abzuschließen, nur von untergeordneter Bedeutung sein kann. Dagegen wird die Sache ganz anders beim Termin- und Differenzgeschäft und den sehr vielen Geschäften, mit denen wir es hauptsächlich zu thun haben, wo das vertrauensselige Publikum dem Kommissionär sagt: kaufe bestens oder verkaufe bestens für mich, denn es versteht sich von selbst, und darüber kann nach meiner Meinung kein Zweifel bestehen, daß, soweit der Kommissionär als Selbstkontrahent eintritt, sein Vortheil der Nachtheil des Kommittenten ist. Wenn er für den Kommittenten zu kaufen oder zu verkaufen hat einfach „bestens“, so wird er natürlich die Kurse ansetzen, welche ihm am günstigsten und dem Kommittenten am ungünstigsten sind. Es giebt also eine sehr große Zahl von Ge-

schäften, wo es im Interesse des Kommittenten liegen muß, nicht mit dem Kommissionär Geschäfte zu schließen, sondern wo der Kommissionär nur als Vermittler zwischen dem Kommittenten und einem Dritten stehen, also den Vortheil des Kommittenten möglichst wahren soll. Ich glaube, darüber läßt sich gar nicht streiten. Ich bedaure, daß ich das Werk von Eudemann, welches ich in den letzten Tagen hier hatte, nicht zur Stelle habe. Im dritten Bande auf Seite 251 ist sehr präzise ausgesprochen, daß hierüber eigentlich gar kein Zweifel möglich ist. Wenn ich nun davon ausgehe, daß der Kommittent in sehr vielen Fällen ein besonderes Interesse daran hat, das Geschäft nicht mit dem Kommissionär selbst, sondern mit einem Dritten abzuschließen, so meine ich, muß ihm eine Art von Sicherheit geboten werden dafür, daß dieser unliebsame Fall nicht eintritt, und daß er mindestens davon Kenntniß erhält, wenn der Kommissionär als Selbstkontrahent in das Geschäft eintritt. Nun hat Herr Justizrath Lesse gesagt — und das haben auch andere Herren Sachverständige vorgeschlagen —, der Kommissionär sollte seinen Selbsteintritt dem Kommittenten jedes Mal kundgeben; aber damit kommen wir noch immer nicht über den Zweifel hinweg, wie man ihn davor schützen soll, daß der Kommissionär einen Strohmann vorschiebt, daß er dem Kommittenten, also einem beliebigen Provinzialen, schreibt: ich habe das Geschäft gemacht mit Herrn X. Das ist aber ein Mann, mit dem er sich vorher darüber verständigt hat. Ich glaube, ein wirksames Mittel wird es hier nicht geben, und Herr Justizrath Lesse hat eigentlich schon zugegeben, daß ein solches nicht zu finden ist.

Sachv. **Lesse:** Sie sagen selbst: in vielen Fällen wünscht der Kommittent das nicht, in anderen Fällen ist es umgekehrt. Das Gesetz will aber diese Freiheit, also das ist nicht zu ändern. Wenn der Kommittent irgendwie geschädigt ist, so ist schon vorher darauf hingewiesen worden, daß er nach allen Richtungen hin einen Anspruch gegen den Kommissionär hat.

Graf **von Kanitz:** Darf ich vielleicht eins anführen gerade mit Rücksicht auf das, was mir vom Herrn Senatspräsidenten Wiener vorhin entgegengehalten ist hinsichtlich meiner Bezugnahme auf das Erkenntniß des Reichsoberhandelsgerichts vom Jahre 1873, welches es als selbstverständlich bezeichnet, daß dem Kommittenten unter Umständen daran liegen muß, daß der Kommissionär nicht als Selbstkontrahent eintritt? Darin steht wörtlich: „Dahin sind aber Verträge zum Abschluß von Differenzgeschäften allerdings zu rechnen". Wir haben also hier einen Fall, wo dem Kommittenten daran liegen muß, daß der Kommissionär die Sache nicht als Selbstkontrahent abmacht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Herr Graf Kanitz meint, es gäbe Geschäfte, bei denen präsumtiv überhaupt die Absicht des Kommittenten nicht vorhanden ist, es solle der Kommissionär als Selbstkontrahent eintreten dürfen, und das Kleinpublikum sei sehr selten in der Lage, sich dies klar zu machen und den Sinn entsprechender Vorbehalte in den Geschäftsbedingungen zu verstehen. Es wäre nun die Frage, ob es nöthig wäre, bei Zeitgeschäften eine ausdrückliche Erklärung des Kommittenten zu verlangen, daß der Kommissionär zum Selbsteintritt befugt sein soll. Ich betone den Unterschied. Für gewöhnlich ist der Kommissionär befugt dazu: er muß nur rechtzeitig erklären, was er gethan hat. Für bestimmt qualifizirte Fälle soll er nur dazu befugt sein, wenn der Kommittent es ausdrücklich bewilligt. Als solche Fälle werden die Zeitgeschäfte bezeichnet, wobei allerdings nicht zu leugnen ist, daß da eine Kollision der Interessen sehr nahe liegt. Ich weiß nun nicht, ob ich mir davon irgend etwas versprechen kann, daß wir in diesem Falle von der allgemeinen Regel abweichen und sagen: in Zeitgeschäfte kann der Kommissionär nur auf ausdrückliche Erklärung des Kommittenten eintreten.

Graf **von Kanitz**: Das vom Herrn Senatspräsidenten Wiener Ausgeführte deckt sich vollkommen mit dem, was in dem von mir vorhin erwähnten Erkenntniß steht. Es heißt da: „Die Befugniß des Kommissionärs, als Kontrahent einzutreten, findet nur dann Anwendung, wenn der Kommittent nicht ein Anderes bestimmt hat".

Sachv. **Lesse**: So soll es auch bleiben.

Graf **von Kanitz**: Da mir eben das Endemannsche Werk gebracht ist, darf ich wohl einen Satz daraus verlesen: „In Folge des eminenten Vertrauens, welches die Stellung des Kommissionärs involvirt, erscheint ein Zweifel daran unzulässig, und da der Kommissionär diese Pflicht im Interesse des Kommittenten stets im Auge zu behalten und dadurch, daß er in Beziehung auf das aufgetragene Geschäft für seine eigene Rechnung als Mitkontrahent eintritt, sich selbst in eine Lage versetzt, in welcher seine eigenen Interessen denen des Kommittenten geradezu widerstreiten.

Senatspräsident Dr. **Wiener**: Das ist unzweifelhaft, daß Endemann den Satz aus dem elften Bande der Reichsgerichtsentscheidungen exzerpirt und als seine Auffassung charakterisirt hat. Das Moment hat auch eine gewisse Bedeutung, und ich frage, ganz abgesehen von dem, was das Reichsoberhandelsgericht gesagt hat, ob es die Herren für zweckmäßig finden, einem solchen Gedanken Ausdruck zu geben. Seine Konsequenz würde ja die sein, daß allemal das Zeitgeschäft mit Dritten ausgeführt werden müßte, wenn der Kommissionär nicht eine ausdrückliche Erklärung des Kommittenten, daß er dies Geschäft als Selbstkontrahent machen dürfe, aufweisen kann. Natürlich dürften dazu allgemeine Erklärungen, die durch Revers überhaupt bei Beginn der Geschäftsverbindung gegeben werden, nicht ausreichen. Denn die allgemeinen Geschäftsbedingungen werden mit jeder Veränderung der Gesetzgebung Schritt halten, und dies ist ja heute schon in ihnen enthalten. Vielmehr müßte man das Verlangen stellen, daß allemal dies im einzelnen Auftrage selbst stehe, widrigenfalls der Kommissionär nichts Anderes ausführen könne, als ein Effektivgeschäft.

Sachv. **Lappenberg**: Ich möchte um eine Aufklärung bitten. Handelt es sich bei diesem Vorschieben des Dritten, wobei der Kommissionär in Folge eines speziellen Auftrags des Kommittenten zu kaufen hat, nur um den Beweis des richtig ausgeführten Auftrags, oder soll damit bezweckt werden, daß der Dritte in die Verbindlichkeiten eintritt vis à vis dem Kommittenten?

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn der Kommissionär dem Kommittenten einen Anderen als Kontrahenten nicht aufgiebt, so würde er natürlich als Kontrahent gelten. Es ist aber schon darauf hingewiesen worden, daß, wenn dem Kommittenten mitgetheilt ist, daß das Geschäft für ihn mit einem Dritten abgeschlossen ist und es wird nachgewiesen, daß kein wirklicher Gegenkontrahent dagewesen ist, sondern nur ein Strohmann, so würde er vom Kommissionär, wenn das Geschäft für den Kommittenten von Nachtheil gewesen ist, nicht in Anspruch genommen werden können.

Sachv. **Ladenburg**: Der Kommissionär ist nicht weiter verpflichtet?

Stellvertr. Vorsitzender: In solchen Fällen würde er es sein, wenn er einen Strohmann vorgeschoben hat.

Freiherr **von Huene**: Mir ist es wichtig zu wissen, ob es sich um die Richtigkeit des Kurses handeln soll, oder ob es dem Kommissionär gestattet ist, jedes beliebige Engagement auch ohne Zuziehung eines Dritten abzuschließen. Hat der Kommissionär noch ein Engagement mit dem Kommittenten oder hat es der Dritte?

Stellvertr. Vorsitzender: Die Sache wäre nach dem gemachten Vorschlage ganz zweifellos: wenn der Kommissionär verpflichtet ist, in jedem einzelnen Falle bei Uebersendung der Schlußnote oder der Erklarung über bas gemachte Geschäft sich zu äußern, ob er als Selbstkontrahent eintritt oder nicht, so würben sich daraus die Rechtsfolgen von selbst ergeben. Tritt er selbst ein, so ist er natürlich gebunden, wenn nicht, so muß er natürlich den Gegenkontrahenten nennen und bann ist das Geschäft zwischen diesem und dem Kommittenten abgeschlossen; dann sind diese die Kontrahenten.

Herr Justizrath Lesse hal sich noch nicht über bie Frage 19 geäußert.

Sachv. **Lesse:** Ich würbe Ihnen da bezüglich des Depotwesens mit kurzen Worten nur zwei Vorschläge zu machen haben: ben einen möchte ich kurz bezeichnen als den Wienerschen, vielleicht weil er zuerst derjenige war, ber auf die Nothwendigkeit bes Aufgebens der Nummern hingewiesen hat. Dann hatte ich mir einen weiteren Vorschlag erlaubt, der ist ja sehr schwierig, aber ich glaube, er ist ausführbar, und zwar haben mir bedeutende Theoretiker das bestätigt: ob man nämlich nicht einen Satz aufstellen kann über ben Moment, wann das Eigenthum ber verkauften Sache auf ben Kommittenten übergegangen ist, so daß also die Frage des Eigenthums nicht längere Zeit in der Schwebe bleibt. Die Rechtsprechung hat längere Zeit in dieser Frage geschwankt. Es ist fraglich, ob es nicht möglich wäre, beispielsweise in dem Falle, wo der Kommissionär überhaupt Papiere dieser Art geliefert bekommen hat in Folge des Auftrags. Dann muß man boch annehmen, er hat sie für ben Kommittenten bekommen. Es ist das auch sehr wichtig für die Frage des Konkurses, und daran schließt sich ein fernerer Vorschlag. Wenn sich herausstellt, daß nicht alle Papiere ba sinb, daß eine Art von Partikularkonkurs zwischen Kommissionär und Kommittenten eintritt, dann müssen wir die Papiere theilen nach Verhältniß ihrer Bestellung.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich sehe, daß wir heute nicht mehr fertig werden, aber ich möchte mir noch gestatten, zwei Fragen an Herrn Justizrath Lesse zu richten.

Es wird behauptet, daß auch nach der Richtung hin das Recht des Kommissionärs, als Selbstkontrahent einzutreten, nicht unbedenklich wäre, weil ber Kommissionär sich in der Lage befinde, in gewissem Umfange auf die Kurse einzuwirken, und zwar nicht bloß im Kassa-, sondern auch im Zeitgeschäft. Es ist vielfach darauf hingewiesen, daß häufig Papiere in Patronage genommen werden, daß einige Bankhäuser maßgebenden Einfluß ausüben, nämlich badurch, daß sie vom Makler informirt werben über bie Lage des Geschäfts und daß sie kaufen, wenn zu befürchten ist, daß ohne ihren Eintritt bie Kurse zurückgehen und verkaufen, wenn der umgekehrte Fall vorliegt. Sind in der Praxis irgend welche Bedenken hervorgetreten in der Richtung, daß für bie Abrechnung zwischen bem Kommittenten und dem Kommissionär als Grundlage der Kurs angenommen wirb, welcher unter ber letzteren Einfluß steht?

Sachv. **Lesse:** Ich gebe zu, daß bieser Einfluß eines großen Kommissionshauses vorliegen kann; indessen ist das bis jetzt leider nicht zu hindern gewesen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir haben gesehen, daß bie Sache doch nicht so ganz unwichtig ist — z. B. bei dem Polkeschen Prozeß. Es ist uns ferner ein Fall mitgetheilt worden in dem Prozeß Treuherz ca. Hermes, wo der betreffende Kommissionär bei sämmtlichen Geschäften, bie überhaupt an der Börse abgeschlossen sinb, mehrere Monate hindurch immer selber betheiligt war. Es ist konstatirt worden, baß die Feststellung der Preise in biesem Falle ganz von dem Belieben des Bankiers abhing, weil kein Anderer sich dafür interessirt hat;

und gleichwohl hat er diesen von ihm selbst festgestellten Preis als Grundlage für die Abrechnung mit dem Kommittenten gewählt.

Graf **von Kanitz** (zur Geschäftsordnung): Ich möchte vorschlagen, daß wir die weitere Erörterung dieser sehr wichtigen Frage auf eine spätere Sitzung vertagen. Ich glaube, wir sind alle etwas müde. Die Herren Sachverständigen sitzen beinahe seit sieben Stunden hier, und ich meine, daß unter diesen Umständen dieser hochwichtigen Frage nicht mehr die Gründlichkeit zu Theil werden wird, die zu wünschen ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich bin bereit, auf diesen Wunsch einzugehen, und ich möchte die Herren Sachverständigen bitten, sich morgen 10 Uhr wieder hier einzufinden.

(Schluß 5 Uhr.)

Einundzwanzigster Verhandlungstag.

(Vierundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Freitag, den 24. Juni 1892

Vormittags 10 Uhr.

Vorsitzender: Meine Herren, die Vernehmungen waren bis Frage 21 vorgeschritten, worin es sich um das Eintrittsrecht des Kommissionärs als Selbstkontrahent handelt. Ich weiß nicht, wie weit die heute anwesenden Herren darüber schon vernommen sind. Hatten Sie (zum Sachverständigen Lesse) sich darüber bereits geäußert?

Sachv. **Lesse:** Wir hatten uns alle geäußert, allerdings in großer Kürze, weil es etwas spät war. Es war der Wunsch, heute noch fortzufahren.

Vorsitzender: Wollen Sie die Güte haben, kurz das Resultat zu rekapituliren.

Sachv. **Lesse:** Meine Meinung hatte ich dahin angegeben, daß bei den langjährigen Beziehungen zwischen Kommissionsgeschäft und Eigenhandel es zu weit gegangen sei, jetzt dieses Eintrittsrecht des Kommissionärs vollständig zu streichen. Es würde das auch in vielen Fällen kaum ein Resultat haben, denn ich glaube, daß dann die Strohmänner eingeführt werden; es würde umgangen werden, wenn man wirklich ein solches Verbot trifft. Mein Vorschlag wäre also der, nur soweit es zu fixiren, daß das Spekuliren des Kommissionärs auf Kosten des Kommittenten möglichst vermieden würde, und daß Bestimmungen getroffen werden, daß sofort nach Anzeige von der Ausführung des Geschäfts er anzeigen müsse, ob er es selbst übernommen habe oder nicht, bei Strafe, unter dem Präjudiz, daß sonst angenommen würde, er sei selbst eingetreten.

In Betreff der einfachen Kassageschäfte schienen wir darüber einverstanden zu sein, daß die Sache da keine große Bedeutung hat. Dagegen hat ja für die Zeitgeschäfte die Frage, ob der Kommissionär mit Nachtheil für den Kommittenten spekuliren kann, eine Bedeutung. Wir waren darüber einig, daß der Kommittent das Eintrittsrecht ausschließen könne, also gleich bei Ertheilung des Auftrages sagen könne, er wünsche den Selbsteintritt nicht.

Vorsitzender: Das ist ja jetzt auch schon so!

Sachv. **Lesse:** Das ist jetzt auch schon, ja.

Nun wurde die Frage gestellt, wie dem Kommittenten dann geholfen werden könne, wenn der Kommissionär sich eines Strohmannes bediene, und da war die Antwort: Im Wesentlichen damit, daß nur, wenn er dadurch geschädigt wäre, ein Schadensersatz in Folge dieser Einstellung des Strohmanns möglich wäre. Nun wurde gefragt, ob es da nicht noch irgend einen anderen Schutz gäbe. Wir waren doch der Meinung, da man nicht ohne weiteres annehmen könne, daß der

Kommissionär, der den Auftrag erhalten habe, von vornherein gleich die Sache zu seinem Vortheil und zum wirklichen effektiven Nachtheil des Kommittenten benutzt, daß es doch genügen müsse, wenn er verpflichtet sei, gleich zu sagen, ob er eintreten wolle oder nicht, und daß im übrigen kein anderes Recht übrig bleibe, als daß das von vornherein ausgeschlossen werde, wenn es der Kommittent durchaus wolle. In den meisten Fällen wird das Gegentheil der Fall sein. Es wurde die Meinung aufgestellt, daß da, wo man einen zuverlässigen Kommissionär hätte, man gerade einen Schutz darin hätte, daß man einem Bestimmten gegenübersteht.

Vorsitzender: Manche von den Herren Sachverständigen, die bei den früheren Vernehmungen gehört wurden, gingen noch weiter. Sie wollten das Eintrittsrecht auf den Fall beschränken, wo der Kommittent sich vorher damit einverstanden erklärt habe, die Sache also umkehren im Sinne des östreichischen Entwurfes. Von den hier gehörten Herren Sachverständigen ist aber keiner dafür gewesen. Manche wollen nur mit der Ausführungsanzeige gleich die Anzeige von dem wirklichen Eintritt verbinden.

Sind damit nun Ihre Erklärungen beendet?

Sachv. **Lesse:** Ich wüßte nichts anderes.

Vorsitzender: Bitte, Herr Justizrath von Simson.

Sachv. **von Simson:** Ich möchte mir folgende Bemerkungen gestatten. Es ist gestern vorzugsweise angeregt worden, in welcher Weise das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs im Interesse des Kommittenten eingeschränkt werden könne. Wie schon hervorgehoben, ist ja die gegenwärtige Lage der Gesetzgebung die, daß der Kommittent das Recht hat, das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs von vorn herein auszuschließen. Im übrigen bindet das Gesetz die Erklärung des Kommissionärs an keine zeitlichen Grenzen, giebt auch dem Kommissionär kein besonderes Recht, sondern giebt nur dem Kommittenten das Recht, den Kommissionär als Selbstkontrahenten, als Verkäufer oder Käufer zu behandeln und in Anspruch zu nehmen, insofern ihm nicht innerhalb der gesetzlich geordneten Zeit eine Anzeige vom Gegentheil gemacht wird.

Ich bin nun zunächst der Meinung, daß eine gesetzliche Aenderung oder Ausdehnung dieser Bestimmungen, gleichviel in welcher Richtung sie geschehen würden, ohne wesentlichen praktischen Erfolg sein wird, es sei denn, daß man, was ich wiederum für unzulässig erachte, eine Aenderung der gesetzlich eintretenden Folgen und der gesetzlich aufzustellenden Präsumtionen durch Vertrag für unzulässig erklärt. Nach den Erfahrungen, die wir bisher gemacht haben, ist meiner Meinung nach mit aller Sicherheit anzunehmen, daß, was auch in dieser Beziehung die Gesetzgebung abändernd bestimmen möchte, der Kommissionshandel, ehe das betreffende Gesetz die Staatsdruckerei erreicht, Reverse oder Bedingungen aufgestellt haben wird, welche diese neuen Bestimmungen, in soweit sie dem Handel schaden oder gegen die Natur der Verkehrsverhältnisse sind, beseitigen werden. Diese Möglichkeit dadurch auszuschließen, daß man die Vertragsfreiheit ausschließt, halte ich nicht für nöthig und nicht für zulässig. Eine solche Beschränkung der Vertragsfreiheit ist doch, soweit es sich nicht um die Ausschließung unsittlichen Vertragsinhalts handelt, immer nur da vorgenommen worden, wo man gemeint hat, sich des wirthschaftlich Schwächeren gegen den wirthschaftlich Stärkeren annehmen zu müssen, beispielsweise und vor allem in der Frage der Haftpflicht, wo man also davon ausging, daß, wenn Aenderungen der Verpflichtungen aus dem Haftpflichtgesetz von 1871 vertragsmäßig überhaupt rechtswirksam erfolgen können, dann der Arbeiter und Angestellte niemals in der Lage sein würde, in den Dienst eines Anstellenden zu treten, der von der Befugniß der vertrags-

mäßigen Ausschließung oder Einschränkung seiner Haftpflicht keinen Gebrauch gemacht hat. So liegt die Sache aber nicht. Jeder Kommittent wird meiner Ueberzeugung nach in den Grenzen des deutschen Reichs irgend einen Kommissionär finden, zu dem er selbst bei der pessimistischsten Auffassung von der Rechtsstellung und von der Gesinnung der Bankkommissionäre ein absolutes Vertrauen hat, und ich erlaube mir daran zu erinnern, daß ja gerade das Recht des Selbsteintritts als Kontrahent nach den Motiven zum Handelsgesetzbuch und den Protokollen der Nürnberger Kommission den Zweck gehabt hat, dem Publikum die Möglichkeit zu geben, sich an Kommissionäre zu wenden, welche gleichzeitig kraft ihres ausgedehnten und soliden Proprehandels in der Lage wären, den Kommittenten schneller und zuverlässiger zu bedienen, als es bei dem Eintritt eines Dritten in das Rechtsgeschäft möglich sein würde.

Es ist dabei auch zur Sprache gekommen, ob die Auffassung, die das Reichsoberhandelsgericht in einer Entscheidung des 11. Bandes kundgegeben hat, nämlich daß das Recht des Kommissionärs, als Selbstkontrahent einzutreten, nicht nur dann wegfiele, wenn der Kontrahent es ausdrücklich bei Ertheilung des Auftrages ausgeschlossen hat, sondern auch dann, wenn aus der Natur des Geschäfts das Nichtwollen des Kommittenten sich herleiten lasse — ob diese Auffassung in irgend eine gesetzliche Form zu bringen sei. Von Seiten des Herrn Senatspräsidenten Wiener ist noch hervorgehoben worden, daß die betreffende Entscheidung des Reichsoberhandelsgerichts in der Praxis keine Folgen gehabt hat, insoweit sie den Satz enthält: bei Kommissionen zur Ausführung von Differenzgeschäften verstehe sich dieses Nichtwollen des Kommittenten von selbst. Die betreffende Entscheidung des Reichsoberhandelsgerichts ist auch mit dem meines Erachtens am wenigsten überzeugenden Grunde motivirt worden, den es giebt, nämlich mit dem Grunde der Selbstverständlichkeit. Die ganze Entscheidung ist in wenige Zeilen gefaßt und sagt weiter nichts als: das sei selbstverständlich. Die Praxis und der Verkehr haben meines Erachtens gelehrt, daß die Voraussetzung dieser Selbstverständlichkeit eine illusorische ist. Ich glaube also, daß eine Nothwendigkeit und eine praktische Zweckmäßigkeit, die Bestimmungen des Artikels 375 wesentlich zu ändern, nicht vorliegt. Dagegen vermag ich vom juristischen Standpunkt aus keine Bedenken dawider zu erkennen, daß die Ordnungsvorschrift, wenn ich sie so nennen soll, des Artikels 369 eine Ausdehnung nach der Richtung erfahre, wie es Herr Präsident Wiener in seinem Aufsatz in dieser Beziehung vorgeschlagen hat, nämlich daß man dem Kommissionär zur Pflicht macht, innerhalb einer bestimmten Frist von der Aufgabe der Auftragsausführung ab bestimmte Stücke für seinen Bankkunden in Depot zu nehmen und ihm davon unter Nummernaufgabe Anzeige zu machen. Das hat ja hauptsächlich den Werth, daß damit die Individualisirung des Depots eingeführt ist.

Ich bin allerdings der Meinung, daß der übergroße Werth, den die Erregung der letzten Monate auf diesen Punkt gelegt hat, nicht ganz gerechtfertigt ist. Soweit meine praktische Erfahrung reicht, ist in der That die Frage, ob ein vorhandenes Depot oder vielmehr ein vorhandener Effektenbestand bereits in das Eigenthum des Kommittenten übergegangen sei, kaum jemals Gegenstand eines individuellen Rechtsstreits gewesen. Insbesondere in dem Falle, der das meiste Aufsehen erregt hat und der ja ohne weiteres genannt werden kann, in dem Bankrott der Firma Hirschfeld und Wolff, wo ich von dergleichen Streitigkeiten deshalb wissen würde, weil ich die Konkursmasse in Prozessen zu vertreten pflege, ist meines Wissens diese Frage eigentlich niemals streitig gewesen, sondern der Thatbestand ist leider ein außerordentlich viel einfacherer gewesen.

(Vorsitzender: Es war überhaupt nichts da!)

Es ist überhaupt nichts dagewesen, und wenn etwas dagewesen wäre, so hätte man der Regel nach ganz genau gewußt, ob das Eigenthum des Kommittenten oder Eigenthum der Masse sei.

Von Seiten des Herrn Grafen Kanitz ist gestern auch bemerkt worden, daß in der Regel der Kommittent das Interesse haben werde, in specie bei Differenzgeschäften, daß der Kommissionär nicht als Selbstkontrahent eintrete, und zwar in Anlehnung sowohl an die eben gedachte Entscheidung des Reichsoberhandelsgerichts als an einen damit übereinstimmenden von Herrn Professor Endemann aufgestellten Satz. Es ist gesagt worden, mit Nothwendigkeit widerspreche sich das Interesse des Kommittenten als Mandant und des Kommissionärs als Mandatar, und es sei deshalb niemals oder wenigstens weitaus der Regel nach nicht das Interesse des Kommittenten, durch den Kommissionär als Selbstkontrahent bedient zu werden.

Ich möchte mir erlauben, die Wahrheit dieser Ansicht in Zweifel zu ziehen. Es ist ja ganz richtig, daß das Verhältniß zwischen Kommittent und Kommissionär dadurch einen schwankenden Charakter hat, daß das Recht des Eintritts als Selbstkontrahent mit der Rechtsstellung des Mandatars gegenüber dem Mandanten in einem gewissen Widerspruch steht. Das hat man auch bei der Redaktion des Handelsgesetzbuches keineswegs verkannt. Man hat aber aus den schon vordem angeführten Gründen gesagt, daß das Interesse nicht nur des Kommissionärs sondern das Interesse des auswärtigen Publikums, des Kommittenten dennoch erfordert, dem Kommissionär dieses Recht beizulegen. Ich gestatte mir, auch anzuführen, daß es eine sehr große Reihe von Verhältnissen giebt, in denen das Interesse des Mandanten und des Mandatars, rein äußerlich und von dem Gesichtspunkte des materiellen Vortheils in einer rohen Weise angesehen, einander widersprechen. Ich erinnere an die Stellung des Mandanten im Prozeß zum Mandatar oder des Kranken zum Arzt. Ich kann auch sagen: der Rechtsanwalt — nämlich der pflichtvergessene Rechtsanwalt — hat ein Interesse daran, eine unnöthige Beweisaufnahme stattfinden zu lassen, um seine Beweisgebühr, namentlich bei hohen Objekten, vielleicht liquidiren zu können oder um den Prozeß in die Länge zu ziehen; der Arzt hat vielleicht ein Interesse, ohne eigentliche Gefährdung des Kranken einer allzu schnellen Heilung im Interesse seines Honorars entgegenzutreten. Alle dergleichen Handlungen würden eben ehrlos sein, und ebenso läge die Sache nach meiner Auffassung, wenn der Kommissionär, um mich kaufmännisch auszudrücken, auf dem Rücken des Kommittenten spekuliren wollte. Dagegen ist der beste Schutz meines Erachtens der, daß sich das Publikum nur an solche Personen wendet, zu denen es auf Grund vieljähriger Erfahrungen, wenn auch nicht persönlicher so doch allgemeiner Erfahrungen, ein unbedingtes Vertrauen hat. Und sollte wirklich ein unglücklicher Kapitalist in dem ganzen Kreise seiner Bekanntschaft einen Kommissionär von solcher Qualifikation nicht kennen, nun dann wird er immer noch die Möglichkeit haben, sich an solche Institute zu wenden, deren Integrität gewissermaßen unter amtlichem Schutz steht, ich meine also beispielsweise, seine Kommissionsgeschäfte der Seehandlung aufzugeben.

Aus diesen Gründen kann ich in einer Aenderung des Gesetzes einen wesentlichen materiellen Vortheil nicht erkennen. Ich würde es allerdings auch für unschädlich erachten, dergleichen Aenderungen einzuführen, also beispielsweise zu sagen: der Kommissionär kann das Selbsteintrittsrecht nur dann ausüben, wenn er spätestens bei der Anzeige von der Ausführung eine betreffende Kundgebung an den Kommittenten gelangen läßt. Ob dagegen vom Standpunkt des kaufmännischen Betriebes ausschlaggebende Bedenken vorliegen,

vermag ich nicht zu beurtheilen. Vom juristischen Standpunkt ist es meiner Meinung nach nicht der Fall.

Was dagegen die damit zusammenhängende Depotfrage angeht, so würde ich es allerdings im Gegensatz zu meinem verehrten Kollegen Lesse nicht für wünschenswerth erachten, die Frage des Eigenthumsüberganges in einer Weise zu lösen, welche von unseren deutsch-rechtlichen, gemeinrechtlichen und preußisch-rechtlichen Auffassungen durchaus abweicht, nämlich gewissermaßen ein Gesammtdepot aller Kommittenten zu konstruiren aus allen vorhandenen Massen eines Kommissionsgutes, mit anderen Worten von dem Grundsatz abzulassen, daß das Eigenthum nur übertragen werden kann entweder durch Uebergabe oder durch ein diese Uebergabe ersetzendes constitutum possessorium. Ich glaube auch, daß den Uebelständen, soweit sie sich gezeigt haben, ausreichend durch den Vorschlag des Herrn Präsidenten Wiener entgegengetreten werden kann, die Indepotnahme innerhalb einer bestimmten Frist, d. h. also die Vornahme des constitutum possessorium zu einer gesetzlichen Pflicht zu machen und daran nöthigenfalls das Präjudiz des Verlustes der Rechte aus der Auftragsausführung zu knüpfen.

Was endlich die Frage anlangt, ob es sich empfiehlt, das Pfandrecht des Kommissionärs aufzuheben, so glaube ich, daß aus praktischen Gründen dem entgegenzutreten sein möchte. Dieses Pfandrecht des Kommissionärs hängt meines Erachtens so wesentlich mit der Natur des Kommissionsgeschäftes zusammen, daß man einen an sich heilsamen Handelszweig schwer schädigen würde, wenn man es aufhöbe. Es ist ja auch nichts weiter als eine etwas veränderte Anwendung der allgemeinen Prinzipien des Artikels 313 des Handelsgesetzbuches.

Sachv. **Lesse:** Darf ich über die Depotfrage eine kleine ergänzende Bemerkung machen?

Vorsitzender: Wir haben uns bisher mit der Depotfrage hier nicht beschäftigt, weil sie den Gegenstand einer Untersuchung an einem anderen Orte bildet. Sie ist ja auch heute nur gestreift worden.

Sachv. **Lesse:** Blos ein paar Worte! Mein verehrter Kollege hat zwei Punkte bezüglich der Depotfrage hineingezogen: Erstens den sogenannten Wienerschen Vorschlag wegen der Spezifikation in der Weise, daß die Nummern aufgegeben werden. Er hat gemeint, daß dazu kein praktisches Bedürfniß vorhanden sei. Da bin ich doch andrer Meinung. Ich glaube doch, daß die zahlreichen Erkenntnisse des Reichsgerichts zeigen, daß zu früheren Zeiten namentlich viel Prozesse darüber geschwebt haben und sehr viel Schwierigkeiten gemacht haben, denn es entstand immer die Frage, ob der Kommissionär dann nur die Verpflichtung hat, dem Kommittenten eine solche Anzahl Stücke zu liefern; dagegen wurde zuweilen nicht angenommen, daß er die Stücke, die er bekommen hat, nicht angreifen kann, und da kommt man auf die Auffassung in zahlreichen Bankierkreisen, daß der Bankier berechtigt sei über diese Stücke, die er in Folge seines Auftrages bekommen hat, weiter zu disponiren, sie zu verpfänden, sie weiter zu begeben u. s. w., weil sie von der Auffassung ausgehen, daß sie weiter keine Verpflichtung haben, als solche Stücke dem Kommittenten zu liefern. Ich meine, dieser Auffassung muß entgegengearbeitet werden und sie wird für unmöglich erklärt, wenn man sagt, es müssen die Stücke mit Nummern bezeichnet werden, denn dann kann ja kein Zweifel sein, daß das Eigenthum konstatirt ist, und daß dann eine etwaige Verpfändung seitens des Kommissionärs geradezu ein Vertrauensbruch, geradezu eine unerlaubte Handlung wird.

Die andere Frage, die mein Herr Kollege noch berührt hat, ist die, die ich mir erlaubt habe, in einem Vortrage auseinander zu setzen: Ob es nicht möglich sei, eine gesetzliche Präsumtion aufzustellen, ohne in Kollision mit unserem be-

stehenden Recht zu kommen, wonach zu einem bestimmten Augenblick ohne weiteres beim Kommissionsgeschäft das Eigenthum auf den Kommittenten übergegangen sei. Man hat mir erwidert, das stände in Widerspruch mit unserem deutschen, ja vor allen Dingen mit unserem preußischen Recht; ohne constitutum possessorium sei es nicht denkbar, ein solches Eigenthum zu konstruiren. Das Gesetz könne ja schließlich alles thun, indeß es dürfe sich doch nicht so ganz von der Theorie entfernen — auf dem Standpunkt stehe ich ja auch —, und dann wurde gemeint, daß, wenn das Gesetz eine solche Präsumtion aufstelle, es sich ganz von unseren Rechtstheorien entfernen würde. Das möchte ich nun doch nicht glauben. Es hat ja nur eine Bedeutung, wenn der Konkurs eintritt, und die Fälle sind doch nicht so ganz selten, daß das eintritt, nachdem eine Menge Aufträge unausgeführt geblieben sind und an den Stücken sogar Malversationen stattgefunden haben, und da sage ich nur: könnte man nicht eine solche Präsumtion aufstellen, daß, wenn die Bücher des Korrespondenten ergeben, daß der Auftrag ausgeführt ist und das dritte Bankierhaus, das an der Börse ausgeführt hat, die Stücke wirklich übergeben hat, denn wenn es sie nicht übergeben hat, können sie ja überhaupt nicht der Konkursmasse überantwortet werden — es diese Stücke dann doch dem Kommissionär zur Ausführung der Aufträge für die Kommittenten übergeben hat, die diese Aufträge ertheilt haben, und ich glaube, es wäre nicht unvereinbar mit dem bestehenden Recht, zu sagen: Hier entsteht dann in der That ein Miteigenthum der Kommittenten, aller derer, die dem Kommissionär Auftrag gegeben haben, woraus dann weiter folgt, daß man gesetzlich eine Bestimmung eintreten lassen kann, daß, wenn sie nicht alle vorhanden sind, diese Kommittenten sich nach dem Verhältniß ihrer Ansprüche in die Sache theilen müssen.

Ich meine also, nach diesen beiden Richtungen hin wäre der Depotfrage näher zu treten; erstens im Sinne des bekannten Vorschlages des Herrn Präsidenten Wiener und zweitens nach der Richtung hin, ob es nicht möglich sei, abgesehen davon — denn wenn erst vollständig spezifizirt ist, und wenn es ein wirkliches Eigenthum geworden ist mit Nummernaufgabe, dann würde es ja einer weiteren Präsumtion nicht bedürfen, ob da, wo dieser Fall noch nicht eingetreten ist, weil die Zeit noch nicht abgelaufen ist, ob da nicht das Gesetz sehr wohl eine Präsumtion aufstellen kann, die diese Frage löst: Was hat der Kommissionär für eine Verpflichtung, hat er in der That nur die persönliche Verpflichtung, das Bestellte zu liefern oder hat er nicht bereits den Auftrag ausgeführt, und ist nun das, was da ist, Eigenthum derer geworden, für die geliefert worden ist?

Vorsitzender: Ich darf mir wohl die Bemerkung erlauben, daß wir die Depotfrage ausgeschieden haben. Sie hängt ja allerdings, wie die Ausführung des Herrn Justizrath Lesse zeigt, mit dem Selbsteintrittsrecht eng zusammen.

Ich glaube nicht, daß aus den Handelsbüchern allein sich darüber sofort etwas ergiebt, ob der Kommissionär selbst eingetreten ist. Man würde erst, wenn er die Papiere auf das Konto des Kunden gebucht hat, vielleicht aus dieser Buchung entnehmen können, daß ein wirklicher Eigenthumsübergang stattgefunden hat. Ob sich in dieser Beziehung eine gesetzliche Vorschrift aufstellen läßt, ist mir vorläufig zweifelhaft. Ich glaube, wir brauchen auf diese Frage nicht näher einzugehen.

Graf **von Kanitz:** Ich möchte über die Ausführungen des Herrn von Simson bezüglich der gestern besprochenen Entscheidung des Reichsoberhandelsgerichts vom Jahre 1873 eine kurze Bemerkung machen. Herr von Simson sagte, daß diese Entscheidung jetzt in juristischen Kreisen nicht mehr als ganz zutreffend und maßgebend angesehen wird. Ich möchte demgegenüber bemerken, daß in dem vor mir liegenden Hand-

buch des Professors Endemann, Ausgabe vom Jahre 1885, ausdrücklich auf diese Entscheidung vom Jahre 1873 verwiesen ist. Ich finde hier:

> „Die Entziehung des Rechts zum Selbsteintritt kann ausdrücklich oder stillschweigend erfolgen. Sie ist dann als gewollt anzunehmen, wenn die Natur des aufgetragenen Geschäfts es mit sich bringt, daß es nicht die Absicht des Kommittenten sein konnte, das Recht zum Selbsteintritt aufzustellen, so z. B. bei Aufträgen zum Abschluß von Differenzgeschäften."

Nun kommt eine Anmerkung, worin ausdrücklich auf die Entscheidung vom Jahre 1873 hingewiesen wird.

Ferner möchte ich erwähnen das allgemeine deutsche Handelsgesetzbuch von Willenbücher, Oberlandesgerichtsrath, Ausgabe vom Jahre 1891. Da finden Sie ebenfalls einen Hinweis auf die erwähnte Entscheidung des Reichsoberhandelsgerichts.

Ich möchte also doch glauben, daß die in dieser Entscheidung niedergelegten Grundsätze vielfach und gerade von unseren hervorragendsten Rechtslehrern auf dem Gebiete des Handelsrechtes noch als maßgebend und zutreffend anerkannt werden.

Das Beispiel, welches der Herr Sachverständige von Simson anführte, indem er sagt: welchen Schutz hat das Publikum gegen einen gewissenlosen Rechtsanwalt und gegen einen gewissenlosen Arzt?, kann ich ja nicht unbedingt als unzutreffend erklären; aber, meine Herren, wenn wir es nur mit wirklich zuverlässigen und absolut reellen Bankiers und Geschäftsleuten zu thun hätten, dann wäre das ganz richtig, was der Herr Sachverständige von Simson sagt, dann würde aber auch unsere Arbeit hier in dieser Kommission garnicht nöthig sein; wenn es wirklich nur reelle Geschäftsleute gäbe, dann würde das Publikum keinerlei Ursache haben, sich über mancherlei Mißstände zu beklagen, die trotzdem im Geschäftsleben vorkommen. Nicht jeder ist in der Lage, sich einen absolut zuverlässigen Kommissionär auszusuchen, wie es Herr von Simson als wünschenswerth hingestellt hat.

In welcher Weise hier nun die Abhülfe zu schaffen sein wird, das steht dahin, darüber brauche ich mich ja nicht auszusprechen. Ich möchte nur allerdings auch meine Uebereinstimmung mit Herrn von Simson dahin präzisiren, daß ich sage: einen materiellen Nutzen verspreche ich mir von einer Aenderung dieses Artikels 376 auch nicht.

Sachv. **von Simson:** Ich möchte nur zu dem letzten Punkt mir ein Wort gestatten. Ich kann die Angaben des Herrn Grafen Kanitz dahin ergänzen: Ich finde auch in Makower's Kommentar und anderen Kommentaren diese Entscheidung angeführt. Damit ist aber meines Erachtens noch nicht gesagt, daß die Entscheidung richtig ist, insbesondere nicht, daß der Satz, einem Verbot des Selbsteintritts sei es gleich zu erachten, wenn aus der Natur des Geschäfts das Verbot des Selbsteintritts folge, nothwendig auch auf Differenzgeschäfte Anwendung finden müsse. Dieser Satz, auf den es meines Erachtens hauptsächlich ankommt, ist durch kein besonderes Motiv begründet worden, und deshalb kann mich der Umstand, daß so zahlreiche Kommentatoren des Gesetzbuches ohne weitere Bemängelung den Satz des Reichsoberhandelsgerichts aufnehmen, nicht bestimmen, ihn unbedingt für richtig zu halten. Ich habe auch nur sagen wollen — ich beziehe mich dafür auf die Autorität des Herrn Präsidenten Wiener — daß der höchste Gerichtshof meines Wissens in seinen gedruckten Kundgebungen diesen Satz nicht weiter verfolgt hat.

Vorsitzender: Die Entscheidung ist wohl kaum von großer praktischer Tragweite, da sie sich nicht auf das Termin-

geschäft, sondern auf das Differenzgeschäft bezieht, welches die neuere Praxis überhaupt für ungiltig hält.

Ich glaube, wir brauchen die Sache nicht weiter zu erörtern.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Da die Depotfrage ausgeschieden ist, würde ich es infolgedessen nicht für opportun halten, hier mit dem Herrn Sachverständigen in eine Erörterung darüber einzutreten, in welchem Zeitpunkt das Eigenthum übergeht. Dagegen kann ich mich doch dem nicht verschließen, daß, wenn hier von Mißbrauchen und gesetzlichen Aenderungen des Kommissionsgeschäfts die Rede sein soll, die Depotfrage, soweit sie überhaupt mit Mißbräuchen des Kommissionsgeschäfts zusammenhängt, nicht gänzlich außer Betracht bleiben kann, und da meine ich allerdings, daß die Frage, in welchem Zeitpunkt ein Kommissionär die Verpflichtung hat, bestimmte Stücke, gleichviel, wie das nun geordnet wird, zum Eigenthum des Kommittenten zu machen und als solches zu respektiren, namentlich in den Fällen, in denen er keine volle Zahlung, sondern blos den Einschuß bekommen hat, allerdings deshalb eminent wichtig ist, weil, wenn bei dem bisherigen Standpunkt, den verschiedene Bankiers vertreten, und der doch in bestimmten Kreisen offenbar ein gewollter ist, verblieben wird, wonach der Bankier eine solche Verpflichtung überhaupt erst empfängt, wenn er voll bezahlt ist, das dazu führt, daß der Kommissionär, der Einschuß bekommt, in Wahrheit mit diesen Einschüssen für sich selber handeln, also seine Spekulationsmittel um den Betrag der Einschüsse selbst vermehren kann, während er dem Kommittenten blos mit seinem Worte steht, irgend einmal, wenn dieser es fordern wird, die Stücke abzugeben. Deshalb wäre es mir doch nicht ohne Interesse, wenn auch gerade die kaufmännischen Herren Sachverständigen sich darüber äußerten, ob sie der Meinung sind, daß, wenn in der That der Bankier einen Auftrag angenommen hat, und zwar ohne Vollzahlung gegen einen bloßen Einschuß, er dann — ich setze voraus, es sei nichts weiter verabredet — berechtigt ist, solange mit der Individualisirung, mit dem Machen der Stücke zum Eigenthum eines Kommittenten, also mit dem Ruhenlassen bestimmter Stücke für den Kommittenten, zu warten, bis er bezahlt worden ist, und ob nicht doch, wenn er einmal auf Einschuß hin das Geschäft gemacht hat, und wenn es sich um eine Geschäftsverbindung handelt, für ihn daraus die Verpflichtung folgt, zur Ausführung des Auftrages bestimmte Stücke anzuschaffen und zum Eigenthum des Kommittenten zu machen?

Vorsitzender: Die Herren Sachverständigen haben sich heute über diesen ganzen Punkt noch gar nicht geäußert. Wie weit gestern die Vernehmung vorgeschritten war, ist mir allerdings unbekannt. Ich glaubte anfangs, Herr Präsident Wiener wollte noch eine Frage an die beiden Herren Juristen richten.

Geheimer Oberregierungsrath **Gamp:** Von den kaufmännischen Herren Sachverständigen ist wiederholt der Auffassung Ausdruck gegeben, daß, wenn der Kommissionär als Selbstkontrahent, und zwar als Verkaufer bei Kassageschäften eintritt, er nicht verpflichtet sei, sich in dem Besitz der Waare zu befinden, sondern daß es genüge, wenn er in der Lage sei, sich diese Waare jederzeit zu verschaffen. Mir ist es doch zweifelhaft, ob diese Auffassung rechtlich begründet ist, und ich möchte mir an die beiden Herren Juristen die Anfrage gestatten, ob ihres Erachtens nicht der Kommissionär, der als Selbstkontrahent eintritt, sei es, daß er dieses ausdrücklich erklart, sei es, daß er durch Ablauf der Frist zu erkennen giebt, er sei Selbstkontrahent, dann auch verpflichtet ist, sich innerhalb derjenigen Frist, die nach den Bedingungen der Börse für die Lieferung festgesetzt ist, in den Besitz der Effekten

zu bringen. Es würde namentlich das unlautere Spekuliren mit dem kleinen Publikum wesentlich eingeschränkt werden, wenn man dem Kommissionär diese Verpflichtung auferlegte. Er würde dann nicht selbst als Verkäufer spekuliren können, er würde genöthigt sein, sich die Waare zu verschaffen, wenn er sich nicht schon in ihrem Besitz befindet.

Das ist die eine Frage, die ich die Herren Sachverständigen zu beantworten bitte. Vielleicht haben sie die Güte sich zunächst über diese Frage zu äußern. Ich möchte nachher noch eine andere Frage stellen.

Sachv. **Leffe:** Ich glaube, beim Kassageschäft ist diese Form des Spekulirens auf Kosten des Kommittenten kaum recht denkbar; aber in der anderen Frage würde ich allerdings auch sagen: er ist verpflichtet, in der gewöhnlichen Zeit, in der das auszuführen ist, sich in den Besitz zu setzen und dann auch weiter nicht darüber zu disponiren, nicht die Sache weiter zu verpfänden u. s. w. Es ist ja ein Erkenntniß vom Reichsoberhandelsgericht — Professor Goldschmidt hat damals, soviel ich weiß, darauf hingewiesen —, worin gesagt wird, die entgegenstehende Auffassung habe man längst über Bord geworfen, der folge man nicht mehr. Also daß nicht etwa der Bankier glauben soll, daß, wenn er nun in den Besitz der Stücke kommt, er berechtigt ist, damit noch weiter zu operiren, sondern daß er verpflichtet ist, nun anzuerkennen, diese Stücke sind Eigenthum des andern.

Vorsitzender: Das würde ja über die gewöhnliche Verpflichtung des Verkäufers hinausgehen. Sobald der Kommissionär den Entschluß gefaßt hat, selbst zu liefern, hat er doch nur die allgemeinen Verpflichtungen des Verkäufers. Der Verkäufer ist nur verpflichtet, dafür zu sorgen, daß er die Waare übergeben kann, wenn der Andere dies verlangt. Aber daß er sie schon vor der Bezahlung absondern und zur Verfügung halten muß, entspricht wohl nicht den allgemeinen Rechtsgrundsätzen. Nun fragt Herr Geheimrath Gamp, ob es sich empfiehlt, diesen Rechtssatz ausnahmsweise für das Kommissionsgeschäft im Interesse des Kommittenten einzuführen? Würden Sie das bejahen?

Sachv. **Leffe:** Ja, das würde ich bejahen, damit zur Spezifikation geschritten werden kann.

Vorsitzender: Im Zusammenhang mit der Depotfrage?

Sachv. **Leffe:** Ja.

Vorsitzender: Sie wollen ja auch, daß die Nummern angegeben werden.

Sachv. **Leffe:** Jawohl.

Vorsitzender (zum Sachv. von Simson): Was sagen Sie dazu?

Sachv. **von Simson:** Ich bin auch der Meinung, daß nach der heutigen Lage der Gesetzgebung zweifellos der Kommissionär, der gegenüber dem Kommittenten in die Rechte des Selbstkontrahenten eintritt, infolge des letzten Alineas des Artikels 376 keine andere Rechtsstellung hat, als jeder andere Verkäufer, und so wenig ich verpflichtet werden kann, nur etwas zu verkaufen, was ich habe, er auch nicht diese Verpflichtung übernehmen kann. Von der Einführung eines besonderen Zwanges nach dieser Richtung hin kann ich mir einen besonderen Vortheil nicht versprechen, aus den nämlichen Gründen, aus denen ich überhaupt die Einschränkung der bisherigen gesetzlichen Stellung des Kommissionärs für keine Nothwendigkeit erachte.

Ich will dabei ausdrücklich bemerken, daß ich, wie ich auch vorher gesagt habe, gegen eine Verschärfung der Verpflichtung aus Artikel 361 vom juristischen Standpunkte absolut nichts einzuwenden hätte, daß man also auch hier sagt:

in einem gewissen Zeitraum muß angezeigt werden, ich habe die Stücke in Depot genommen und habe sie numerirt, respektive in anderer Weise zur Kenntlichmachung des Eigenthums individualisirt. Aber warum in dem Moment der Anzeige von dem Eintritt als Selbstkontrahent die Stücke durchaus vorhanden sein müssen, das sehe ich offen gestanden nicht ein.

Vorsitzender: Er kann sie sich im nächsten Moment, innerhalb der Lieferfrist, beschaffen. Dazu würde ein gewöhnlicher Verkäufer auch berechtigt sein. Herr Geheimrath Gamp wollte aber die Verpflichtung des Verkaufskommissionärs dadurch erschweren, daß er in dem Moment, wo er anzeigt, die Waare haben muß.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenigstens, wie eben gesagt, wenn die börsenmäßige Lieferungszeit abgelaufen ist. Denn wenn er nach den Usancen der Börse binnen 24 Stunden die Effekten zu liefern verpflichtet ist, so scheint es mir ganz logisch und berechtigt zu sein, ihm die Verpflichtung aufzuerlegen, binnen dieser Frist sich in den Besitz der Waare zu setzen. Wenn er sich nicht in den Besitz der Waare gesetzt hat, so kann er dieses Recht des Selbstkontrahenten meines Erachtens nicht ausüben. Denn, wenn der Kommittent berechtigt ist, jederzeit — es ist das auch schon nothwendig, um den Eigenthumsübergang vollziehen zu können — — —

Vorsitzender (unterbrechend): Das Kassageschäft meinen Sie doch?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe nur vom Kassageschäft gesprochen.

Vorsitzender: Beim Termingeschäft wäre das ja gar nicht möglich.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Erfahrungsmäßig führt eine große Anzahl von nicht soliden kleinen Kommissionsgeschäften die Aufträge überhaupt gar nicht aus. Sie theilen dem Kommittenten mit: ich habe für dich das und das gekauft, thun es aber nicht, setzen sich auch gar nicht in den Besitz der Effekten. Würden sie genöthigt sein, sich in den Besitz der Effekten zu setzen, so würden dazu größere Mittel erforderlich sein, und es würde dann das Spekuliren mit ganz kleinen Einschüssen wesentlich eingeschränkt werden.

Sachv. **Lesse:** Ich wollte sagen, daß ich bei einem Vorschlag, den ich an anderer Stelle gemacht habe, auch gesagt habe: in einer bestimmten Zeit — ich hatte 4 Tage angenommen, ich weiß nicht ob das börsenmäßig zweckmäßig ist — ist er verpflichtet, die Nummern anzugeben; wenn das nicht geschieht, soll der Kommittent berechtigt sein, von dem Geschäft zurückzutreten.

Was den Einschuß anbetrifft, so bin ich davon ausgegangen, daß der Kommissionär sich nicht ganz sichern Leuten gegenüber einen solchen Einschuß geben lassen muß, daß er nun in das Geschäft eintreten kann und, wenn er den Einschuß hat, und außerdem das Pfandrecht, worin ich ja mit meinem Kollegen ganz einverstanden bin, dann, glaube ich, ist er gesichert, dann kann er sehr wohl die Nummern angeben, und die Spezifikation eintreten lassen.

Sachv. **von Simson:** Ich wollte mir dazu die Bemerkung erlauben, daß, soweit ich das Gesetz verstehe, der Schutz, den Herr Geheimrath Gamp verlangt, eben in der Bestimmung des Gesetzes liegt, welche das Recht des Eintritts als Selbstkontrahent nur bei Waaren, Wechseln und Werthpapieren giebt, die Börsen- und Marktwerth haben. Darin soll die Kontrole liegen. Der Einwand wäre ja vollkommen richtig, wenn der Kommittent keinen urkundlichen Nachweis darüber hätte, wie die Einkaufs- resp. Verkaufspreise in den betreffenden Moment gestanden haben. Wenigstens wird in dem Handelsgesetzbuch von dieser Auffassung ausgegangen.

Vorsitzender: Eine solche Bestimmung wollen Sie also nur für den Kommissionär treffen. Das würde die Stellung des Kommissionärs ja verschlechtern, der Bankier würde es vorziehen, einfach von vornherein Verkäufer zu sein, damit wäre der Vortheil wieder verschwunden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das würde doch nur dann der Fall sein, wenn diese Bedingungen für den redlichen Geschäftsbetrieb lästig wären. Das ist aber gar nicht der Fall. Jeder anständige Kommissionär wird, wenn er das Selbsteintrittsrecht ausübt und dem Kommittenten mittheilt, ich habe für dich 10 000 Mark Konsols gekauft, sich auch im Besitz der Waare befinden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte doch glauben, daß, wenn man urtheilen will, was nach bestehendem Recht gilt, man zwei Fälle unterscheiden muß. Wenn Sie den ganz gewöhnlichen Fall eines Einzelgeschäftes annehmen, bei welchem, weil keine Kreditirung des für die Anschaffung der Effekten erforderlichen Betrages der Aufwendungen Seitens des Kommissionärs stattgefunden hat, der Kommissionär annehmen darf: der Kommittent werde mit Ablauf der börsenmäßigen Lieferungszeit sich die betreffenden Effekten aushändigen lassen und sie bezahlen, dann ist es ja gewiß richtig, daß nach bestehendem Recht der als Selbstkontrahent eingetretene Kommissionär, ehe der Kommittent kommt und die Effekten abnimmt, nicht noch in eine besondere Etappenstellung zu ihm zu rücken hat, indem er Stücke zu spezialisiren hätte, sondern daß er einfach wartet, bis der Kommittent ihm das Geld anbietet, und darauf Stücke giebt. Aber der Fall, um den es sich hauptsächlich in der Praxis handelt, ist ein ganz anderer, nämlich der Fall einer Geschäftsverbindung, der Fall, in welchem ausdrücklich oder implizite vereinbart ist: es werden im Augenblick die Effekten überhaupt nicht abgenommen, der Kommissionär soll sie für den Kommittenten behalten, es wird von Seiten des Kommittenten über die Effekten weiter disponirt werden, und da entsteht eben die Frage, ob in einem solchen Verhältnisse der Kommissionär das Recht hat, von der Lieferung der Stücke ins Depot völlig abzusehen, die Sache in suspenso zu halten und zu sagen: ich liefere die Stücke erst ins Depot, wenn ich den vollen Preis bekommen habe, namentlich in den Fällen, in denen von vornherein — das ist ja die große Zahl der Fälle, in welchen das kleine Publikum thätig ist — ein Einschuß gegeben ist. Ich glaube, daß alsdann das Rechtsverhältniß dahin zu charakterisiren ist, daß ich die Verpflichtung, ins Depot zu legen, ohne weiteres durch die hierin liegende Kreditirung bekomme, indem ich dem Kommittenten also gestatte, daß er blos einen bestimmten Betrag einzahlt, und doch für ihn das Geschäft mache. Wenn man das nicht annimmt, dann bleiben wir bei den alten Mißbräuchen im Depotwesen stehen, bei welchen nach meinem Erachten viel wesentlicher als die Frage des Eigenthums des Kommittenten behufs Sicherung im Konkurse das Bedürfniß nach einer Auseinanderhaltung von solidem Kommissions- und eminentem Spekulationsgeschäft ist, welches fordert, daß der Bankier in Folge der Uebernahme des Einschusses auch bestimmte Effekten binden und von der Verfügung im eigenen Interesse ausschließen muß. Ich müßte mich sehr täuschen, wenn diese Auffassung nicht auch bei uns in Anwendung käme, bei dem soeben charakterisirten Einzelgeschäft ja natürlich nicht.

Sachv. **von Simson:** Meines Erachtens ist das vollkommen zutreffend, aber das würde sich eben erledigen, wenn im Wege der Gesetzgebung diese Verpflichtung ausgesprochen würde. Das haben wir auch beide befürwortet.

Geheimer Oberregierungsrath **Gamp:** Dann wollte ich noch eine Frage an die Herren Sachverständigen richten bezüglich des Generalpfandrechts des Kommissionärs.

Es ist von keiner Seite eine Einschränkung des Pfandrechtes in der Richtung empfohlen, daß das Pfandrecht des Kommissionärs, der Geschäfte über bestimmte Effekten ausgeführt hat, in Bezug auf diese Effekten eingeschränkt werden soll, wohl aber ist in Erwägung gekommen, das Generalpfandrecht nach folgender Richtung hin einzuschränken. Es ist der Fall praktisch vorgekommen, daß Privatpersonen den Provinzialbankier zur Vornahme irgend einer Verwaltungshandlung in Bezug auf ihre Effekten beauftragen. Also z. B. italienische Rente ist einem Bankier in Hannover gegeben, um den Umtausch der einzelnen Stücke zu bewirken. Er schickt die Effekten nach Berlin, weil nur dort die Einlösungsstelle ist. Nachdem die Effekten hier angekommen sind, ich glaube, auch schon umgetauscht waren — das ist ja aber ganz gleichgültig —, tritt der Konkurs des Provinzialbankiers ein, und da fragt es sich: ist es da nicht billig, das allgemeine Pfandrecht des Kommissionärs, des Berliner Bankiers, das er gegen den Provinzialbankier hat, in Bezug auf diese Effekten zu beseitigen? In dieser Beziehung ist nun der Vorschlag gemacht, es solle dem Provinzialbankier und jedem, der derartige Verwaltungshandlungen über Effekten vornimmt, oder zur Vornahme dieser Verwaltungshandlungen sich der Mitwirkung eines anderen bedienen muß und bedient, die Verpflichtung auferlegt werden, die Entstehung des Pfandrechts bei dem hauptstädtischen Bankier dadurch zu verhindern, daß er entweder sagt: diese Effekten sind fremde, oder wie von einer Seite vorgeschlagen ist: an diesen Effekten hast du kein allgemeines Pfandrecht erworben. Die Nichtbeachtung dieser Verpflichtung würde unter Strafe zu stellen sein, wenn der Betreffende in Konkurs kommt und dadurch Privatrechte geschädigt werden. Ich glaube, es hat eine große Anzahl von Sachverständigen sich für diese Einschränkung des allgemeinen Pfandrechts ausgesprochen, und ich möchte die beiden juristischen Herren Sachverständigen bitten, sich darüber zu außern, ob sie von ihrem Standpunkte aus eine derartige Einschränkung für zweckmäßig und für unbedenklich halten?

Vorsitzender: Ich kann nur bestätigen, daß verschiedene der Herren Sachverständigen dieser Einschränkung sehr geneigt waren.

Sachv. **Leſſe:** Ja, das ist ja eine vollständige Einschränkung des bestehenden Pfandrechts, wonach nur der Provinzialbankier dem Berliner Bankier gegenübersteht, und der Berliner Bankier nicht zu fragen hat: wem gehört diese Sache u. s. w. Es ist ja zuzugeben, daß dies der Billigkeit entspricht, obwohl es schwer sein wird, die Fälle zu spezialisiren, in denen man dem Provinzialbankier resp. Berliner Bankier eine solche gesetzliche Verpflichtung auferlegt. Es ginge doch eigentlich nicht anders, als daß er sagt: diese Sachen sind Eigenthum eines Betreffenden, für den schicke ich sie Dir. Es ist im Augenblick ungeheuer schwer, zu sehen, wie weit das geht, da es dem Retentions- und dem Pfandrecht so widersprechend ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zunächst bemerken, daß es eigentlich kein Eingriff in bestehende Privatrechte ist, da ja auch jetzt schon der Provinzialbankier berechtigt ist, zu sagen: an diesen Effekten kannst Du kein Pfandrecht ausüben, weil ich in Bezug auf diese nur Beauftragter eines Andern und demgemäß nicht befugt bin, ein Pfandrecht an diesen Effekten einzuräumen. Es handelt sich also jetzt nur darum, auf irgend eine Weise den Provinzialbankier zu zwingen, daß er von diesem ihm jetzt schon zustehenden Recht zum Schutz des Publikums in geeigneten Fällen Gebrauch macht. Die Interessen des hauptstädtischen Bankiers würden auch nicht geschädigt werden, denn es könnten ihm ja auch jetzt schon Effekten gesandt werden mit der einfachen Bemerkung: ich handle hier im Auftrage, oder an diesen Effekten soll

kein Pfandrecht entstehen; dann ist es ja auch jetzt schon ausgeschlossen. Einige der Herren Sachverständigen gingen sogar so weit, daß sie sagten, der Provinzialbankier wäre schon jetzt verpflichtet, wenn er sich nicht dem Vorwurf der Untreue oder wenigstens der Unsolidität aussetzen wolle, die Entstehung eines Pfandrechts durch eine derartige Erklärung an den hauptstädtischen Bankier zu hindern. Aber um den Schutz wirksamer zu machen, würde eine solche Verpflichtung, glaube ich, ein ganz geeigneter Weg sein. Da eine Schadigung nur eintritt, wenn der Provinzialbankier bankrott wird, so ließe sich diese Frage im Zusammenhang mit den Strafen in der Konkursordnung ohne Schwierigkeit regeln.

Vorsitzender: Es handelt sich um eine Erweiterung der Verpflichtungen des Kommissionärs. Wenn er jene Anzeige nicht macht, würde das Generalpfandrecht wirksam werden.

Sachv. **Lesse:** Wenn es möglich ist, diese Sache im Gesetz zu spezialisiren, was ich im Augenblick nicht übersehe, würde ich es allerdings für zulässig halten, das in das Gesetz aufzunehmen.

Vorsitzender: Ein Fall ist besonders flagrant, wo Papiere hierher nur zum Umtausch geschickt wurden — — —

Sachv. **Lesse** (einfallend): Ja, in Hannover spielt der Fall.

Vorsitzender: Es kann also das Pfandrecht an den fraglichen Papieren für ganz andere Kommissionsgeschäfte entstehen.

Sie (zum Sachverständigen von Simson) würden auch einer solchen Erweiterung der Pflichten des Kommissionärs das Wort reden?

Sachv. **von Simson:** Ja, Herr Präsident, an mich tritt die Frage zum ersten Male heran, und ich kann mich daher nur mit einem gewissen Vorbehalt dazu äußern.

Juristisch scheint mir nach den ganz zutreffenden Ausführungen des Herrn Geheimrath Gamp keine Schwierigkeit vorzuliegen. Es würde also der Kommissionär bei Ertheilung des Auftrages an den hauptstädtischen Bankier verpflichtet werden, von dem Artikel 313 Absatz 2 Gebrauch zu machen, d. h. zu sagen: ich schließe die Entstehung des Pfandrechtes aus, indem ich Dich verpflichte, mit diesen Objekten in bestimmter Weise ohne Entstehung des Pfandrechts zu verfahren. Ob das kaufmännisch zu irgend welchen Schwierigkeiten Anlaß geben würde, insbesondere, ob es die Möglichkeit der Beschaffung neuer Kouponbogen oder dergleichen für Papiere, für welche dies nur an einer bestimmten Stelle vorgenommen werden kann, erschweren würde, darüber traue ich mir kein Urtheil zu.

Vorsitzender: Dann dürfen wir zur Vernehmung der anderen Herren Sachverständigen übergehen.

Sachv. **Lappenberg:** Wenn ich auf diesen letzteren Punkt zuerst kommen darf, so würde ich auch vom Börsenstandpunkt nichts dagegen haben. Ich finde die Sache ganz außerordentlich natürlich und habe sie fast für selbstverständlich gehalten. Es müßte nur dann immer dem betreffenden Kommissionär eine Mittheilung gemacht werden; es dürfte nicht stillschweigend geschehen.

Vorsitzender: Wollen Sie sich über den Selbsteintritt äußern.

Sachv. **Lappenberg:** Wenn ich mich über das Selbsteintrittsrecht äußern soll, so kann ich mich eigentlich mit dem Exposé meines Herrn Vorgängers vollständig einverstanden erklären. Das Selbsteintrittsrecht muß meiner Ansicht nach bestehen bleiben. Es kommt doch häufig in der Praxis vor, daß eben ein Kaufs- und ein Verkaufsauftrag von zwei Seiten kompensirt werden könnte, und man

könnte höchstens sagen: ja, in solchen Fällen müßte die Kourtage gespart werden. Ich würde mich aber eventuell damit einverstanden erklären, daß jedes Mal bei Abschluß des Geschäftes besonders ausgedrückt wird: ich bin Selbstkontrahent, ich trete als Selbstkontrahent auf, obgleich ich mir eigentlich einen praktischen Nutzen davon nicht verspreche, weil es dann höchstwahrscheinlich ganz allgemein Regel werden würde, daß man sagt: ich trete als Selbstkontrahent auf.

Vorsitzender: Beim Termingeschäft?

Sachv. **Lappenberg:** Beim Termingeschäft.

Vorsitzender: Da würden Sie sofortige Mittheilung verlangen?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, eine Mittheilung. Ich wäre damit einverstanden, daß man gleich mittheilt: ich trete als Selbstkontrahent bei diesem Geschäft auf, daß der Kommissionär dies also ausspricht.

Vorsitzender: Würden Sie telegraphische Mittheilung verlangen, um den Kurs im Laufe der Börse zu fixiren?

Sachv. **Lappenberg:** Eine sofortige Benachrichtigung. Bei allen solchen Sachen ist ja eine vollständige Sicherheit nicht zu schaffen; aber die Börse thut es doch in ihrem eigenen Interesse, indem sie den Kurszettel so genau wie möglich herstellen läßt. Sie hat ihren festen Anfangskurs, und wenn der Kommittent dem Kommissionär den Auftrag giebt: kaufe das zum ersten Kurse, so weiß er, daß er absolut nicht übervortheilt werden kann und im späteren Verlauf der Börse werden auch fortwährend die verschiedenen Kursvariationen vermerkt. Also der betreffende Kommittent hat ja die Möglichkeit, unter allen Umständen ziemlich genau zu kontroliren. Die Hauptsache ist natürlich, daß er sich an einen Bankier wendet, von dem er überzeugt ist, daß er gewissenhaft genug ist, und deren giebt es ja sehr viele.

Vorsitzender: Sie halten es nicht für nothwendig, noch besondere gesetzliche Garantien zu schaffen?

Sachv. **Lappenberg:** Nein!

Vorsitzender: Das heißt, die sofortige Mittheilung, daß man eintreten wolle, bei Anzeige von der Ausführung, würden Sie doch für nützlich halten?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, die würde ich für nützlich halten. Ich weiß nicht, ob dies gesetzlich festgestellt werden kann.

Vorsitzender: Ja wohl! Es würde darin eine Abweichung von dem bisherigen Recht enthalten sein. Jetzt kann nur der Kommittent, wenn keine Mittheilung erfolgt ist, den andern als Selbstkontrahent behandeln.

Sachv. **Lappenberg:** Ja, dann würde ich diese sofortige Mittheilung gesetzlich vorschreiben.

Vorsitzender: Dann hat Herr Justizrath v. Simson geltend gemacht, die Sache wäre nicht so wichtig, daß man Veranlassung hätte, die Vertragsfreiheit einzuschränken, sondern es würde immer zulässig sein, durch gedruckte Geschäftsbedingungen und dergl. auch diesen Punkt abzuändern. Wollen Sie sich dazu äußern?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, es wird mir schwer, darüber ein Urtheil zu fällen. Ich dachte, dies bezöge sich nur auf das Recht des Eintritts als Selbstkontrahent.

Vorsitzender: Würden Sie nun Ihre Ausführungen beendet haben, oder wollen Sie noch etwas hinzufügen?

Sachv. **Lappenberg:** Nein, ich wüßte gegenwärtig nichts zuzufügen.

Vorsitzender: Herr Kommerzienrath Ladenburg, wollen Sie sich äußern.

Sachv. **Ladenburg:** Ich glaube, daß das Recht des Selbsteintritts die große Ausdehnung des Kommissionsgeschäfts hervorgerufen hat, und würde es sehr bedauern, wenn hiervon Umgang genommen würde. Ja, ich gehe so weit, zu sagen, daß in großen Kreisen des Publikums gerade die entgegengesetzte Tendenz herrscht, die sonst hier und da vorgetragen worden ist. Ein großer Theil des mir bekannten Publikums wünscht ausschließlich, die Geschäfte nur direkt mit dem Bankier, mit dem es in Verkehr zu stehen pflegt, als Selbstkontrahent zu machen. Ich wäre also unbedingt dafür, daß der jetzige Zustand wo möglich erhalten bliebe. Allerdings würde ich dem nicht entgegentreten, im Gegentheil es sogar als wünschenswerth betrachten, daß der auswärtige Kommittent rasch per Telegraph benachrichtigt wird, ein Fall der ja überhaupt schon durch die Usance gegeben ist. Das steht eigentlich vollständig fest, daß derartige Ausführungen, namentlich, wenn es sich um große Geschäfte handelt, per Telegraph angezeigt werden.

Vorsitzender: Auch schon im Laufe der Börse erfolgt die telegraphische Anzeige?

Sach. **Ladenburg:** Von der Börse weg, sofort nach der Ausführung.

Vorsitzender: Unter Angabe des Kurses?

Sachv. **Ladenburg:** Selbstverständlich unter Angabe des Kurses. Damit wäre also diese Kautele geschaffen.

Vorsitzender: Das würden Sie auch gesetzlich vorschreiben? Das würde immerhin von Werth sein, denn wenn dann eine vertragsmäßige Abweichung davon stattfindet, so würde das Publikum doch darauf achten. Die Abweichung würde ihm verdächtig erscheinen.

Sachv. **Ladenburg:** Ich würde gegen eine gesetzliche Vorschrift in dieser Beziehung nichts einzuwenden haben, nur wüßte ich nicht, daß dadurch etwas geändert würde.

Daß der Kommissionär nur auf Verlangen des Kommittenten als Selbstkontrahent eintreten darf — — —

Vorsitzender (einfallend): Soweit würden Sie nicht gehen?

Sachv. **Ladenburg:** Ich würde sagen: in der Regel soll der Kommissionär das Recht haben, als Selbstkontrahent einzutreten. Wenn er das Recht nicht genießen soll, dann muß sich der Kommittent äußern.

Vorsitzender: Das würde ja dem jetzt bestehenden Rechtszustand entsprechen.

Wollen Sie etwas über das Pfandrecht sagen?

Sachv. **Ladenburg:** Was die Frage anbelangt, die Herr Präsident Wiener gestellt hat, wie es eigentlich aussieht, wenn ein bloßer Einschuß geleistet worden ist, so glaube ich, daß die Uebung, die Nummern der Stücke nicht aufzugeben, hauptsächlich daher gekommen ist, daß kleinere Häuser allerdings das Geschäft nur unter der Voraussetzung gemacht haben, daß sie in ihren Betriebsmitteln nicht erheblich durch das betreffende Geschäft geschädigt werden. Wenn sie genöthigt sind, die Nummern zu spezifiziren, also zu individualisiren, dann ist selbstverständlich die Voraussetzung, daß sie das Geschäft per Kassa total vollziehen. Also wenn 10 Prozent Einschuß vom Auftraggeber geleistet worden sind, und sie 90 Prozent in das Geschäft stecken sollen, so ist das eine Voraussetzung, die seither, glaube ich, namentlich von vielen kleinen Häusern nicht getheilt wurde, und nimmt man diesen Standpunkt ein, so ist es selbstverständlich, daß, um die Geschäfte der kleinen Häuser nicht zu schädigen, damit fortgefahren werden müßte, wie es seither Gebrauch war. Daß aber hierin gewisse Mißstände auch einbegriffen sind, ist ja zweifellos. Ich möchte auch bemerken, daß, wie ich glaube, große Häuser von diesem Recht nur in sehr seltenen Fällen Gebrauch machen.

Vorsitzender: Es ist schon früher hervorgehoben worden, daß der kleine Bankier häufig nicht das nöthige Betriebskapital hat, um Vorschuß zu geben, und sich dadurch deckt, daß er die Papiere mit den übrigen vermischt und darüber disponirt. Das habe aber das ganze Geschäftsverhältniß verdunkelt. Sie würden auch dafür sein, diesen Punkt klar zu stellen?

Sachv. **Ladenburg:** Ich würde dafür sein.

Vorsitzender: Ja, das heißt in welchen Fällen? Wenn also ausdrücklich kreditirt worden ist, oder wenn die Stücke ganz bezahlt worden sind?

Sachv. **Ladenburg:** Na, wenn sie bezahlt sind, verbietet es sich ja von selbst. Ich mache darauf aufmerksam, daß, wenn wir die Stückeregulirung in dem Sinne vornehmen, so lange nur ein Einschuß gefordert ist, wir dann natürlicherweise eine Reihe von kleinen Häusern schädigen.

Vorsitzender: Es müßte vielleicht im Sinne der Ausführungen des Herrn Präsidenten Wiener eine ausdrückliche Kreditirung des Restes stattgefunden haben, und dann sollte der Bankier verpflichtet sein, die Stücke zu individualisiren.

Sachv. **Ladenburg:** Ja.

Vorsitzender: Dann muß er sich überlegen, ob er soweit in Vorschuß treten kann, ob seine Mittel dazu ausreichen. Das ist aber eine Frage, die wir hier nicht ex professo zu erledigen haben. Es war nur interessant, Sie auch darüber zu hören.

Wie stehen Sie zum Generalpfandrecht?

Sachv. **Ladenburg:** Ich habe geglaubt, daß der Absatz 2 des Artikels 313 schon einen hinreichenden Schutz gewährt, daß also, wenn der Provinzialbankier dem Berliner Bankier italienische Rente zur Besorgung neuer Koupons schickte, dies ein ganz getrenntes, mit den anderen Handlungen gar nicht in Berührung tretendes Verhältniß sei.

Vorsitzender: Wenn das nicht der Fall ist, würden Sie einer Klarstellung der Verpflichtung des Kommittenten nicht entgegen sein?

Sachv. **Ladenburg:** Nein.

Vorsitzender: Herr Sulzbach wollen Sie sich zunächst über das Selbsteintrittsrecht äußern.

Sachv. **Sulzbach:** Das Selbsteintrittsrecht halte ich für unbedingt nothig, und ich glaube, daß, wenigstens wie wir in Frankfurt die Einrichtung haben, der Kommittent ziemlich geschützt ist. Er telegraphirt entweder zum ersten Kurs oder zum Mittelkurs oder zum Schlußkurs; also es kann eine Uebervortheilung gar nicht stattfinden. Sollte darin eine Verbesserung einzuführen sein, so könnte man höchstens den Börsen aufgeben, daß sie 3 Kurse machen. Dann ist ja nach meinem Dafürhalten Alles ausgeschlossen.

Vorsitzender: Steht in den Kontokorrentbedingungen der Frankfurter Häuser, daß der Kommissionär verpflichtet ist, bei Ausführung des Auftrages von der Börse zu telegraphiren oder ist das nur Uebung?

Sachv. **Sulzbach:** Herr Präsident, das hängt von den Summen ab. Bei größeren Ordres wird auf die Minute telegraphirt. Sowie der Schlußzettel geschrieben ist, geht die Depesche ab, oder wenn der Kommissionär selbst giebt, geht auch sofort die Depesche ab.

Vorsitzender: Darin liegt ja ein sehr werthvoller Schutz, wenn das allgemeine Uebung ist.

Sachv. **Sulzbach:** Das ist allgemeine Uebung. Das ist bei jedem bedeutenden Geschäft an jeder Börse Uebung,

daß sofort die Depesche abgeht. Beim Terminhandel ist das ganz zweifellos. Beim Kassageschäft ist das ja nicht möglich, weil das Kassageschäft sich ja in der Regel erst am Schluß der Börse vollzieht. Aber beim Termingeschäft geht es im Nu.

Vorsitzender: Die Mittheilung läßt aber dahingestellt, ob der Kommissionär selbst liefern will, oder ob er wirklich mit einem Dritten das Geschäft gemacht hat?

Sachv. **Sulzbach:** Da können so viel Fälle vorkommen. Wenn der Kommissionär Selbstkäufer oder Verkäufer sein will — er giebt sie ja gerade zu dem Kurs, wie er steht, und da sehe ich nichts dabei. Es können nur sehr kleine Kursschwankungen ihm einen Vortheil bieten, und da sage ich ganz offen: wenn Sie da Abhilfe schaffen wollen, wäre das Höchste, um das Publikum vollkommen sicher zu stellen, daß Sie 3 Kurse einführen, also Anfangskurs, Mittelkurs und Schlußkurs. Das ist nach meinem Dafürhalten das Einzige, was Sie thun können. Jede andere Beschränkung wäre schädlich für beide Theile.

Vorsitzender: Ja, finden Sie nun einen besseren Schutz des Publikums in der Verpflichtung, mit der sofortigen Anzeige die Mittheilung zu verbinden, ob man selbst liefern wolle?

Sachv. **Sulzbach:** Da finde ich garnichts. Das ist kein Unterschied. Wie Sie vorhin bemerkten, wird jeder Kommissionär bei jedem größeren Geschäft die Depesche sofort abschicken, und der Kommittent verlangt es auch, und nur bei einem kleinen Geschäft wird an Spesen gespart und nur brieflich angezeigt. Da hätte es auch keinen Werth.

Vorsitzender: Ich meine, wollen Sie nun die Verpflichtung einführen, gleich bei der Anzeige zu sagen, ob man selbst liefert?

Sachv. **Sulzbach:** Nein, die bisherigen Einrichtungen sind vollständig genügend.

Vorsitzender: Wie denken Sie über die Eigenthumsfrage?

Sachv. **Sulzbach:** Ja, da können sehr verschiedene Fälle vorkommen, die muß ich in verschiedene Theile zerlegen. Also, was Herr Präsident Wiener erwähnt hat, würde ich garnicht ungerechtfertigt finden: daß, wenn der Kommittent eine Ordre gegeben und einen größeren Theil bezahlt hat, der bezahlte Theil ausgeschieden wird und in's Depot wandert. Aber weiter zu gehen, halte ich für ganz unmöglich, weil Sie alsdann bei dem kleineren Kommissionär vollständig ausschließen, daß er für irgend jemand etwas besorgen kann, und wenn es der bravste und beste Kommissionär ist, denn die Summen addiren sich im Laufe mehrerer Monate in solcher Weise, daß ein Rothschilds-Vermögen manchmal kaum hinreichen würde, um die Sachen zu bezahlen und sie in's Depot zu legen. Das würde vollständig ausgeschlossen sein, nicht nur beim kleineren auch beim mittleren Bankier. Wenn Sie aber festsetzten, daß, wenn ein größerer Theil wirklich bezahlt ist, dieser Theil ausgeschieden und in's Depot abgeführt wird, so halte ich das für ganz berechtigt. Wenn also z. B. jemand den Auftrag giebt, 50 000 Diskonto-Kommandit zu kaufen und 20 000 davon bezahlt, so sind nach meinem Dafürhalten diese 20 000 Kassa für ihn in's Depot abzuführen.

Vorsitzender: Aber auch bei ausdrücklicher Kreditirung des Restes würden Sie doch die Verpflichtung bezüglich der übrigen Papiere nicht einführen?

Sachv. **Sulzbach:** Ich kann kein Pfandrecht einführen, ich brauche das zum Betriebe.

Vorsitzender: Sie wollen dem Kommittenten kein Eigenthum geben.

Sachv. **Sulzbach:** An dem, was er nicht bezahlt hat, kann ich ihm doch kein Eigenthum geben!

Vorsitzender: Das gesetzliche Pfandrecht würde der Kommissionär ja immer behalten.

Sachv. **Sulzbach:** Es würde ja auch das ganze Geschäft so sehr erschweren, daß es kaum möglich ist, wenn er die Nummern aufgeben und die Stücke hinlegen soll. Wenn ich den Herrn Präsidenten Wiener richtig verstanden habe, soll die Nummernaufgabe erfolgen, und ich finde die Nummernaufgabe nur für den Betrag gerecht, den der Kommittent bezahlt hat. Das übrige ist ein Lieferungsvertrag, für welchen der Kommissionär ihm nicht die Nummer aufgeben kann, weil er nicht Kassa genug hat, um damit die andere Klientel auch zu befriedigen, und weil dazu, wenn es ein lebhaftes Geschäft ist, ein so großes Vermögen gehört, daß es unmöglich wäre das durchzuführen.

Vorsitzender: Es wird aber daran erinnert, daß das die Spekulation sehr erleichtert.

Sachv. **Sulzbach:** Bitte, Herr Präsident, es ist doch ein wesentlicher Unterschied, denn bisher war es üblich, wenn der Klient 50 000 Mark zu einem Geschäft gehabt hat und für 100 000 Mark Papiere gekauft hat, so hat er das ins Kontokurrent gutgeschrieben bekommen. Darin liegt ein wesentlicher Unterschied, daß ich für das, was er bezahlt hat, ihm auch das Pfandrecht gebe.

Vorsitzender: Nicht Pfandrecht, sondern Eigenthum.

Sachv. **Sulzbach:** Das Eigenthum, richtig. Wenn Sie strengere Bestimmungen einführen wollen, so würde man nicht weiter gehen können, als soweit der Klient richtig bezahlt hat.

Vorsitzender: Für den Rest würden Sie dem Kommittenten nur das Forderungsrecht auf Herausgabe der Papiere gewähren? Das würde den Kommissionär in den Stand setzen, inzwischen über die Papiere zu verfügen.

Sachv. **Sulzbach:** Der Kommittent hat sie ja nicht bezahlt. In dem Falle ist es ein Spekulationsgeschäft.

Vorsitzender: Das erleichtert natürlich sehr das Spekuliren des Privatpublikums. Der Bankier kann sich mit einem kleinen Depot begnügen, weil er die Papiere zurückbehält und damit machen kann, was er will. Wenn man seine Rechtslage dagegen wirklich auf ein Pfandrecht an fremden Papieren reduzirt, so muß der Kommissionär ein viel größeres Kapital in fremde Geschäfte stecken, und damit wird die Spekulation sicher sehr vermindert. Das will man eben erreichen.

Sachv. **Sulzbach:** Sie würden dann nach meinem Dafürhalten den großen Handel treffen. Es würde nach meinem Dafürhalten so schädliche Wirkungen herbeiführen, daß eine ganz bedeutende Reduktion in der Steuerfähigkeit des Landes eintreten würde. Sie dürfen nicht die Börsenspekulation und die Sachen hineinziehen, die leider hineingekommen sind. Deutschland hat sich eben kräftig in den allgemeinen Handel hineingeworfen und hat ein großes Arbitragegeschäft mit Amerika, England, Frankreich und anderen Ländern, und wenn Sie das zu sehr beschneiden, würde nach meinem Dafürhalten eine ganz bedeutende Reduktion des gesammten Verkehrs eintreten, abgesehen davon, daß das auch Wechselwirkungen auf alle anderen Verhältnisse hat. Ich halte es für vollständig genügend, wenn Sie bestimmen — das ist ja eine sehr starke Einschränkung — daß das, was bezahlt ist mit Nummernaufgabe ins Depot kommt und das Nichtbezahlte nicht.

Mit Bezug auf das, was Herr Geheimrath Gamp vorhin über das Kassageschäft erwähnt hat, möchte ich bemerken: Ich betrachte den Umstand, daß der Kommissionär als Selbstkontrahent eintritt, in der Weise, daß das von einem Privatmann gezahlte Geld so lange als Depot gilt, wie nicht die Effekten geliefert sind. Daß aber die Effekten selbst in der bestimmten Frist beschafft sind, das läßt sich nicht immer so bestimmen, weil es sich manchmal um auswärtige Papiere handelt, die sich der Kommissionär von weit her kommen lassen muß. Bei uns in Süddeutschland ist das sehr häufig mit amerikanischen Prioritätsobligationen der Fall. Also der Bankier sagt ihm zu; er will zum festen Preise haben, es dauert also Monate, bis er das zurück hat; da können Sie also, meine ich, garnichts dagegen haben, wenn das Geld als Eigenthum des anderen gerade wie das wirkliche Depot betrachtet wird.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte nur bemerken, daß solche Geschäfte ganz zweifellos nicht Geschäfte sind, die nach den Usancen einer bestimmten Börse abgeschlossen sind, wenn erst nach Amerika geschrieben werden muß, daß die Effekten nach hier geschickt werden sollen. Nach den Bedingungen aller Börsen ist die Lieferungsfrist bei Kassageschäften eine ganz kurze, 24 Stunden, 2, 3 Tage. Da kann von einem Verschreiben der Stücke aus Amerika nicht die Rede sein. Nun sagt der Herr Sachverständige, es wäre schon ein großes Zugeständniß, wenn man den Kommissionär zur Nummernaufgabe verpflichtet, falls der Kommittent alles baar bezahlt hat. Ja, das, muß ich sagen, ist doch eigentlich eine ziemlich wunderbare Auffassung — der Herr Sachverständige mag mir das nicht übel nehmen —, darin ein Zugeständniß zu erblicken, daß, wenn der Kommittent alles bezahlt hat, der Kommissionär verpflichtet sein soll, die Nummern aufzugeben.

Der Herr Sachverständige sagte ferner: Das Arbitragegeschäft würde durch die Nummernaufgabe sehr geschädigt. Das sehe ich nicht ein. Ich glaube nicht, daß das Arbitragegeschäft sich dieser Mittel bedient. Ich möchte deshalb bitten, etwas näher zu motiviren, weshalb das internationale Arbitragegeschäft durch eine derartige Verpflichtung zur Nummernaufgabe irgendwie geschädigt würde.

Sachv. **Sulzbach:** Also wenn ich heute Italiener hier kaufe und sie nach Italien schicke, so ist die Sache ganz glatt abgewickelt. Wenn es nun umgekehrt ist, ich habe Italiener nicht, ich kaufe sie in Italien und liefere sie hier ab, wenn das Geld also noch nicht bezahlt ist, und ich habe die Nummern aufgegeben: Wie soll ich die Nummern wieder schaffen? Ich liefere sie hier und bekomme italienische Stücke ultimo wieder zurück. Da muß ich das doppelte Kapital hineinstecken. Das ist doch ganz natürlich.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Diese Ausführung scheint nur den kaufmännischen Herren Sachverständigen klar zu sein.

Vorsitzender: Ich habe sie auch nicht recht verstanden.

Sachv. **Sulzbach:** Wenn ich als Bankier z. B. meinem Kommittenten die Nummern von Italienern aufgegeben habe, ohne daß er sie bezahlt hat, so habe ich doch mein Geld hineingesteckt; ich darf also diese Nummern nicht wieder weggeben, das ist doch ganz klar. Jetzt verkaufe ich also wieder nach Italien, weil ich in Italien mehr bekommen kann. Wenn ich jetzt die Italiener abliefern muß, kann ich sie nicht abliefern, sondern muß das doppelte Geld hineinstecken. Das ist doch meines Erachtens vollständig richtig und vollständig klar. Wenn ich die Nummern aufgegeben habe, so ist das eine Verpflichtung; ich kann nie die Nummern wieder hergeben und habe sie doch nicht bezahlt bekommen, sondern habe

mein eigenes Geld darin stecken. Jetzt kommt also der Fall vor: Ich verkaufe hier in Berlin Italiener; weil ich sie ½ Prozent theurer abgeben kann, als ich sie mir in Rom oder Venedig beschaffen kann, will ich sie hier abliefern. Das darf ich nicht, trotzdem es mein Eigenthum und mein Geld ist.

(Herr Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp hat inzwischen den Vorsitz übernommen.)

Stellvertr. **Vorsitzender:** Halten Sie sich für berechtigt, wenn Sie im Auftrage eines Kommittenten Italienische Rente gekauft und ihm mitgetheilt haben: „Für Dich Italienische Rente gekauft", unabhängig davon, ob der Einschuß ein erheblicher oder minder erheblicher ist — ich will einmal sagen, es handelt sich um einen zuverlässigen Mann, bei dem Sie überhaupt keinen Einschuß verlangen —, halten Sie sich da für berechtigt, über diese Stücke in der Weise zu verfügen, daß, wenn in Italien der Kurs günstiger ist, Sie einfach die Stücke, die dem Anderen gehören, wegnehmen und nach Italien schicken?

Sachv. **Sulzbach:** Unbedingt, sie gehören nicht ihm, er hat sie nicht bezahlt, sie gehören mir. Wenn er sie nicht bezahlt hat, gehören sie doch nicht ihm, dann gehören sie doch mir!

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich setze überhaupt den Fall, daß eine Bezahlung zunächst garnicht stattfindet. Sie werden doch eine Reihe von Kunden haben, mit denen Sie im laufenden Kontokorrentverkehr stehen, die also durch ihre Persönlichkeit eine genügende Sicherheit bieten oder aber durch Depots von Konsols oder durch Wechsel oder in irgend einer Weise. Also halten Sie sich für berechtigt, wenn ein derartiger Kunde, der überhaupt nicht die einzelnen Stücke baar bezahlt, sondern im Laufe des Quartals oder des Halbjahres auf eine Verabredung hin sein Saldo ausgleicht, über die Stücke zu verfügen, die Sie in seinem Auftrage gekauft haben, nachdem Sie ihm mitgetheilt haben: Ich habe für Dich 10 000 italienische Rente gekauft?

Sachv. **Sulzbach:** So lange er sie nicht bezahlt hat, halte ich mich vollständig für berechtigt. Sobald er sie bezahlt hat, wandern sie ins Depot.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann bitte ich die anderen Herren Sachverständigen, sich darüber zu äußern, ob diese Rechtsauffassung allgemein getheilt wird?

Sachv. **Lappenberg:** Ja, ich muß ganz entschieden sagen, ich stehe auf ganz anderem Standpunkte. Meines Erachtens kann er das nur mit Wissen des Kommittenten thun. Wenn man die Stücke für den Kommittenten empfangen und ihm die Nummern aufgegeben hat,

(Zuruf: Ja, dann natürlich!)

auch ohne daß sie bezahlt sind, so gehören diese Stücke dem Kommittenten, und man kann jedenfalls nur im Einverständniß mit ihm darüber verfügen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es handelt sich doch um solche Fälle, wo die Aufgabe der Nummern nicht stattgefunden hat, also den Fall, den ich Ihnen klar gelegt habe und der in der Praxis, namentlich bei dem vornehmen Kommissionsgeschäft, sollte ich meinen, die Regel bildet, daß man also im laufenden Kontokorrent steht; der Kunde deponirt entweder ein allgemeines Depot in preußischen Konsols oder der Bankier hat ihm einen laufenden Kredit von 100 000 Mark bewilligt und nun kauft er in seinem Auftrage eine bestimmte Summe von Italienern und theilt ihm mit: Ich kaufte für Sie Italiener und habe Ihr Konto im Betrage von 30 000 Mark belastet. Würden Sie sich dann für berechtigt halten, über diese Stücke zu verfügen?

Sachv. **Lappenberg:** Nein, wenn ich mit dem Mann in Kontokorrentverhältniß stehe, dann habe ich, wenn es nicht Kassa bezahlt ist, ihm Kredit eingeräumt.

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Ladenburg): Welcher Ansicht sind Sie?

Sachv. **Ladenburg:** In dem vorgetragenen Falle halte ich mich nicht für berechtigt, über die Stücke zu verfügen, ohne die Zustimmung des Betheiligten.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Nehmen Sie an, ich habe mit dem Mann kontrahirt auf Geschäftsbedingungen hin und habe gesagt: Ich verlange von Dir, wenn Du die Engagements eingehst, Einschuß von so und so viel. Der Einschuß wird gegeben. Jetzt wird der Auftrag gegeben, ein Geschäft zu machen. Der Kommissionär schreibt dem Kommittenten: Ich habe für Sie 10 000 Mark das und das gekauft. Er sagt nun garnichts weiter. Jetzt kommt der Kommittent und sagt: Ja, ich bitte um Nummernaufgabe. Halten Sie sich da für berechtigt, zu sagen: Nummernaufgabe bekommst Du erst, wenn Du voll bezahlt hast, oder sagen Sie sich nicht: Das ist wider mein Vertragsverhältniß, denn ich bin einmal mit dem Mann das Geschäft eingegangen, es auf Einschuß zu thun, ich muß also die betreffenden Stücke zu seinen Stücken machen, wenn er es verlangt, ohne daß es voll bezahlt ist? Ich stehe mit ihm in Kontokorrent, ich rechne mit ihm ab, vorläufig hat er aber nichts weiter bezahlt, wie einen Einschuß, möglicher Weise hat er garnichts bezahlt. Ich habe ihm den Auftrag gegeben, einzukaufen, er hat angezeigt: Ich habe gekauft. Dann sagt der Mann: Nun bitte ich, daß mir bestimmte Nummern aufgegeben werden.

Sachv. **Sulzbach:** Das kann man nach meinem Dafürhalten bei speziellen Papieren verlangen. Also wenn er den Auftrag giebt: Kaufe 10 000 österreichische Looſe, dann muß ich ihm die Nummern aufgeben, weil das Spiel für ihn ist. Wenn er sagt, ich will die Nummern haben, wo Verloosungen und solche Sachen dabei sind, dann muß ich sie ihm geben. Aber nach meinem Dafürhalten verlangt es in der Praxis keiner, wenn er seine Sache nicht bezahlt hat, und wenn er es bezahlt hat, wandert es bei jedem anständigen Bankier ins Depot und kommt garnicht mit anderen Papieren zusammen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Der Fall kommt doch aber im kaufmännischen Verkehr einer Zahlung gleich, wenn Sie einem Dritten ein laufendes Kontokurrent einräumen und ihm mittheilen: Ich habe das für Dich gekauft und habe Dein Konto mit 20 000 Mark belastet. — Wenigstens, ich bin erstaunt, daß Sie —

Sachv. **Sulzbach** (einfallend): Da hat jeder Bankier vorbehalten, daß, so lange nicht bezahlt ist, die Stücke zu seiner Verfügung sind.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Unter Umständen kann der Bankier sogar noch im Debet sein. Das Kontokorrent wird ja erst am Ende des Viertel- oder halben Jahrs ausgeglichen; also zur Zeit der Ausführung des Kaufauftrages kann sich die Sache sogar so stellen, daß der Kommittent noch eine Forderung gegen den Bankier hat. Das kann doch im Kontokorrentverkehr nicht jeden Augenblick festgestellt werden — wenigstens geschieht es nicht — wer denn der Schuldner ist, ob der Bankier vollständig befriedigt ist. Das entspricht doch nicht dem Wesen des Kontokorrentverkehrs.

Sachv. **Ladenburg:** Von meinem Standpunkt aus nehme ich gar keinen Anstand, die Frage des Herrn Präsidenten Wiener einfach zu bejahen. Ich glaube aber, es liegt hier vielleicht der Irrthum vor, daß nicht zwischen der Indi-

vidualisirung der Stücke und der Herausgabe unterschieden wird. Wenn die Sache liegt wie hier, dann wäre es selbstverständlich, daß, sobald der Kommittent einen Wunsch ausspricht, er will die Nummern ausgegeben haben, diesem Wunsche entsprochen wird. Ja, ich gebe sogar noch einen Schritt weiter, ich thue es in meinem eigenen Interesse, denn wenn ihm die Nummern aufgegeben werden, habe ich eine ganz andere Fürsorge, die Frage der Fürsorge ist eine ganz andere, als wenn ich ihm das schuldig bleibe. Also ich gebe Nummern auf, sobald ich kann. Die Herausgabe der Stücke ist aber ein zweiter Punkt.

Was dann, da ich doch am Worte bin, den Vortrag des Herrn Kollegen Sulzbach anbetrifft, so glaube ich, ist der eine Punkt, wenn es sich um ein Kontokorrentverhältniß handelt, ganz klar. In diesem Falle wäre die Aussonderung der Nummern des Käufers der italienischen Rente nach meiner Auffassung erforderlich. Hier scheint mir, meinem Herrn Kollegen hat der Fall vorgeschwebt, daß er per ultimo Italiener gekauft hat, daß diese Italiener am Ultimo nicht bezogen worden sind, sondern der Betreffende den Auftrag bekommen hat, sie zu prolongiren. Da nun der ausführende Bankier hinreichend Stücke hat, so macht er das Prolongationsgeschäft in sich selbst, dann kann er frei über die Stücke verfügen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sie haben allerdings einen völlig anderen Fall konstruirt.

Sachv. **Sulzbach:** Das ist doch ganz gleich, ob sie prolongirt sind oder gekauft sind.

Sachv. **Ladenburg:** Nein, das ist ein großer Unterschied, denn wenn ich prolongiren muß, habe ich den förmlichen Auftrag, die Stücke aus der Hand zu geben und dafür das Geld zu beschaffen; dann kann ich frei über meine Stücke verfügen, denn ich habe die Prolongation in mir selbst ausgeführt. Wenn ich aber genöthigt wäre, trotz des Prolongationsgeschäfts die Nummern aufzugeben, so ist das ja ein Unding, das ist ganz unmöglich.

Freiherr **v. Huene:** Ich möchte doch glauben, daß der Herr Sachverständige aus Mannheim und der Herr Sachverständige aus Frankfurt nicht ganz klar waren, ob dabei Kassageschäft und Ultimogeschäft sich decken darf. Das eine war so, daß es als ein Ultimogeschäft anzusehen war. — Dies vorweg.

Ich möchte zu meiner Belehrung fragen, ob es sich bei diesen Geschäften nicht um zwei Geschäfte handelt: einmal um ein Kauf- und Verkaufsgeschäft und dann um das Kreditgeben und ob nicht überall da, wo das Kreditgeben klar ist, durch Kontokorrentgeschäft oder durch Abmachung ganz unbedingt das Eigenthum der Stücke sofort für den Käufer entsteht, weil er eine Anzahlung gemacht hat und weil der Bankier Kredit giebt und auf Grund des Kredits in der Lage ist, die Stücke zu kaufen. Es sind gewissermaßen zwei Menschen im Bankier: Einer der dem Auftraggeber 100 000 Mark borgt und ein anderer, der mit diesen 100 000 Mark, die er ihm borgt, die Papiere kauft, die damit unbedingt vom ersten Moment ab Eigenthum des Käufers werden.

Anders liegt es, wenn das nicht der Fall ist, wenn blos eine Anzahlung gemacht ist. Da wird es sich fragen: Was hat die Anzahlung überhaupt für eine Bedeutung? Ist das eigentlich eine Anzahlung, um das ganze Geschäft zu machen, oder ist es blos eine Sicherstellung für den Bankier, daß der Kommittent, der im Uebrigen ihm nicht sicher genug ist, ihn in dem Geschäft nicht wird sitzen lassen, und eine Sicherheit dafür, daß, wenn ihn dieser im Stich läßt, er durch den Wiederverkauf der Stücke sich sichern kann und vor Schaden gewahrt ist?

Nun sagt der Herr Sachverständige: Da gebe ich nur die Stücke soweit seine Einzahlung reicht; im Uebrigen aber hat mein Käufer blos das Recht, von mir zu verlangen, daß ich ihm jeder Zeit die per Kassa gehandelten Stücke abliefere und hat die Stücke zu dem Kurs gekauft, den ich ihm vorgezeigt habe; es ist ganz gleichgiltig, was später für ein Kurs ist, das Geschäft ist in der Beziehung abgeschlossen, daß der Käufer genau weiß: Du hast das Recht, von dem Bankier soviel Stücke von dem und dem Papier zu dem und dem Preis zu verlangen.

(Sachv. Sulzbach: So habe ich die Sache aufgefaßt!)

Dann sagt der Herr Sachverständige weiter: Wenn ein kleiner Bankier von A., von B., von dem und dem Aufträge hat und nun sein disponibles Vermögen durch Aufträge erschöpft ist, dann soll er alle Papiere hinlegen und warten, bis die Leute bezahlen? Das ist unmöglich, damit ist das ganze Geschäft des kleinen Mannes vollständig lahm gelegt! — Ich glaube in der That, daß das ein Gesichtspunkt ist, den man nicht vollständig aus den Augen lassen kann. Aber ich glaube, das muß eben vermieden werden. Beim Eingehen des Geschäfts muß ganz klar gestellt sein, daß der Bankier schreibt: Ich kreditire Dir aber nicht, sondern ich mache das Geschäft blos so und erachte mich zur Aufgabe von Nummern und Stücken erst verpflichtet, sobald mir bezahlt ist.

Sachv. **Sulzbach:** Das habe ich ausgesprochen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Auf meine wiederholte Frage habe ich die ganz präzise Antwort bekommen, daß Sie auch im Falle des Kontokorrentverkehrs, wo also eine Kaution vielleicht vorher deponirt ist, ja selbst dann, wenn der Bankier zur Zeit der Ausführung des Auftrages in Schuld gewesen ist, den Bankier für berechtigt hielten, über die Stücke zu seinem Vortheil zu verfügen, im Widerspruch allerdings mit der Auffassung der anderen Herren Sachverständigen.

Sachv. **Sulzbach:** Ja, Herr Geheimrath, da wäre ich ja selbst im Widerspruch gewesen. Ich habe selbst erklärt, daß die Papiere, soweit sie bezahlt sind, im Pfandrecht sind.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich habe den Fall berührt, wie er so oft vorkommt, daß es sich in der That nicht um baare Bezahlung der einzelnen Stücke handelt, sondern um einen laufenden Geschäftsverkehr. Wenn also, ich will einmal sagen, Rothschild Ihnen den Auftrag giebt, das und das zu kaufen, dann werden Sie doch dem Mann nicht sagen: Erst bezahle mich, ehe ich die Stücke für Dich kaufe und als in Dein Eigenthum übergegangen ansehe.

Sachv. **Sulzbach:** Ja, Herr Geheimrath, die ganze Differenz ist damit aufgeklärt, daß ich die Frage nicht vom allgemeinen Gesichtspunkt des Kontokorrentenverkehrs, sondern speziell in Bezug auf diese Frage vom Terminhandel u. s. w. im Kopf gehabt habe. Das ist die ganze Differenz.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das mag sein.

Graf **Arnim:** Ich möchte nur thatsächlich daran erinnern, daß der Bankier doch jederzeit in der Lage ist, ein Geschäft abzulehnen, das sein Betriebskapital zu sehr in Anspruch nimmt. Wenn Aufträge an ihn kommen mit 10 Prozent Einschuß das Geschäft zu machen, so kann er dasselbe ablehnen und wenn 20, 30, 40 Kommittenten kommen, kann er sagen: Ich mache das Geschäft nicht, ohne einen größeren Einschuß zu verlangen, und das ist ja das beste Mittel, das dazu dienen würde, diesen unsoliden Geschäften entgegenzutreten. Ich wünschte, daß der betreffende Bankier einen Einschuß von 50 Prozent verlangte, um den betreffenden kleinen Mann zu verbindern, mit ganz kleinem Einschuß verhältnißmäßig große Geschäfte zu machen und unverhältnißmäßig hohe Geschäftsrisiken einzugehen. Außerdem möchte ich auch erwähnen, daß

der Bankier sich doch die Zinsen von dem Betrag berechnet, den der Kommittent ihm schuldig ist. Wenn das Geschäft so liegt, daß für 10 000 Mark Papiere gekauft und blos 1 000 Mark eingezahlt wurden, so werden dem Bankier die 9 000 Mark, die der Kommittent dem Kommissionär schuldig ist, doch verzinst werden.

Freiherr **von Huene:** Ich wollte nur bemerken, daß ich durch meine Ausführungen blos habe klar sehen wollen, wie die Sache liegt. Ich habe durchaus nicht sagen wollen, daß solche Geschäfte wünschenswerth wären, wie sie hier befürwortet wurden. Ich wollte nur wissen, ob es in der Möglichkeit liegt, Bestimmungen zu treffen, die das etwas einschränken.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich kann ja zugeben, daß eine solche Scheidung zwischen verschiedenen Geschäftsintentionen, wie sie Herr von Huene gemacht hat, sich sehr wohl begründen läßt. Die Frage ist nur, ob bei einer Geschäftsverbindung mit Einschußleistung des Kommittenten — die in der Regel eine prozentuale entsprechend der Höhe der Engagements ist — mangels einer ausdrücklichen Abrede dies nach berechtigter Auffassung solider Bankiers so aufzufassen ist, als solle der Kommittent dem Kommissionär das zur Verfügung Halten der Stücke kreditiren und sich durch den Einschuß nur als ein Mann ausweisen, mit dem man sich auf einen Geschäftsverkehr einlassen könne.

Hier sind die Bedingungen der Direktion der Diskontogesellschaft. Die sagt ausdrücklich, auch ohne daß erst ein Verlangen des Kommittenten gefordert wird: „Wir verwahren die betreffenden Gegenstände gesondert, und sie werden Eigenthum des Kommittenten.“ Die Dresdener Bank sagt — allerdings wieder abweichend davon —: Wenn der Kommittent es verlange, bekomme er die Nummernaufgabe, aber nicht etwa mit der Einschränkung: Wenn er baar bezahlt habe. Es sind eben Geschäftsbedingungen, die eingegangen werden auf einen Einschuß hin. Ich kann mir wohl denken, daß es für einen kleineren Bankier mißlich ist, während er von seinen Kunden nur Prozentbeträge der Aufwendungen erhält, sein Vermögen in den zum Einkauf übernommenen Effekten festzulegen. Ich finde aber auch kein Bedürfniß vorhanden, daß solche Geschäfte gemacht werden. Man will Leute spekulationsfähig machen, die es in Wahrheit nicht sind, und will doch die Konsequenzen einer Kreditgewährung nicht anerkennen. Soll etwas derartiges gelten, so muß es vom Kommittenten ausdrücklich und in klarer Weise bewilligt sein und es könnte sich fragen, ob solche Bewilligung nicht durch besondere Formerfordernisse zu erschweren wäre. Der vom Herrn Sachverständigen befürwortete Mittelweg, wonach nur in Höhe des Einschusses Effekten in das Depot zu legen wären, hat rechtlich keine Grundlage und beseitigt bei kleinen Einschüssen den vorhandenen Mißstand nicht.

Sachv. **Sulzbach:** Ich bin selbst kein Kommissionär. Ich habe in der ganzen Frage gar keine persönlichen Interessen. Ich wollte also gewissermaßen einen Schutz für mittlere Bankiers geben und die Ausschreitungen des kleinen Bankiers wollte ich vermeiden. Das, was die Diskontogesellschaft kann, die eine große Kapitalmacht hat, kann der mittlere Bankier nach meinem Dafürhalten nicht ausführen, auch wenn er noch so reell, noch so wohlwollend und korrekt ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Aus den Geschäftsbedingungen des Bankhauses Theodor Buder möchte ich konstatiren, daß sich da folgender Passus findet:

> „Die im Geschäftsverkehr für Rechnung meiner Kommittenten in meinen Besitz gelangten Effekten werden nur auf besonderes Verlangen von meinen Beständen getrennt verwahrt. Andernfalls steht mir die freie

Verfügung über dieselben zu, und bin ich bei Rückforderung nur zur Lieferung der gleichen Beträge von Effekten der nämlichen Gattung verpflichtet."

Also selbst dann, wenn eine volle Bezahlung eingetreten ist, behält sich Bnder doch das Recht vor, über die Effekten zu verfügen.

Sachv. **Sulzbach:** Da bin ich dagegen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Aber dem Verlangen muß er nachkommen. Das ist ja nun eine weitere Frage, ob er es ohne weiteres thun muß oder auf Verlangen. Die Frage ist die, ob er auch dem gestellten Verlangen gegenüber sagen kann: Ich erfülle Dein Verlangen nicht, weil Du nicht vollkommen bezahlt hast?

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Sulzbach): Dann können wir nun wohl zu der Frage übergehen, wie Sie sich zum Generalpfandrecht stellen, ob Sie da die Vorschläge, die ich gemacht habe, für zweckmäßig halten.

Sachv. **Sulzbach:** Also wenn jemand Obligationen einschickt?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ueberhaupt in solchen Fällen, wo der Zwischenbankier ein Pfandrecht ohne Schädigung der Interessen des Auftraggebers einzuräumen nicht befugt ist. Soll er da verpflichtet werden das Pfandrecht auszuschließen?

Sachv. **Sulzbach:** Vollständig verpflichtet. Ich würde es in dem Falle, der vorhin erwähnt wurde, daß italienische Obligationen eingeschickt wurden, für eine Verpflichtung gehalten haben, daß eine dieses erklärende Beilage dabei wäre. Wenn das ein für alle Mal eingeführt ist, glaube ich, ist das ein vollständiger Schutz und genirt keinen in seiner Kreditfähigkeit; denn das ist Eigenthum eines Dritten.

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Russel): Dann bitte ich Sie, sich über Nummer 19, 21 und 22 zu äußern.

Sachv. **Russel:** Ich, Herr Geheimrath, bin unbedingt dafür, daß das Recht, als Selbstkontrahent einzutreten, nicht beschränkt wird. Ich glaube auch, daß heute eine Schädigung eines Kommittenten durch den Bankier, der als Selbstkontrahent eintritt, nicht stattfinden kann, und zwar deshalb — ich spreche hier speziell von Zeitgeschäften, die ich ja im Großen und Ganzen, trotzdem ich selbst Bankier und Kommissionär bin, sehr gerne im Interesse unseres ganzen Standes und des Publikums beschränkt sehen möchte, und ich werde ja noch Gelegenheit haben, mich darüber zu äußern — weil, wenn einmal von einer dazu berechtigten Person ein Zeitgeschäft gemacht wird, ich dann nicht finden kann, daß durch den Eintritt als Selbstkontrahent irgend eine Schädigung stattfinden kann.

Ich darf das wohl an einem Beispiel erläutern. Wenn mir z. B. jemand aufgiebt, ich soll für ihn 30 000 Mark Diskonto-Kommandit zum ersten Kurs kaufen, und ich führe die Sache nicht aus, sondern trete als Selbstkontrahent ein, erstens weil ich vielleicht glaube, der Kurs ist mir zu hoch, ich aber möchte damit à la baisse spekuliren, oder ich halte ihn nicht für so sicher, ich möchte nicht 30 000 Diskonto-Kommandit für ihn kaufen, mir scheinen die Zustände nicht entsprechend, ich werde lieber 5 000 Thaler kaufen, 5 000 Thaler werde ich selbst kontrahiren, so kann er unmöglich geschädigt werden, denn würde ich diesen Auftrag an den Makler geben, könnte er doch nur den Kurs nach oben bringen; dadurch, daß ich das nicht thue, kann der Fall eintreten, daß der Kunde billiger bedient wird, weil nicht soviel Kaufaufträge durch Uebergabe an den Makler vorliegen. Es kommen aber auch im geschäftlichen Leben Fälle vor, wo es gleichgiltig wäre und, ich möchte sagen, an der Börse Aufsehen erregen würde, wenn ich jedes Geschäft ausführen wollte.

Giebt mir ein Kommittent auf, ich soll 30 000 Mark Diskonto-Kommandit für ihn kaufen, ich kann ihm im Komptoir nicht sagen, ob ich als Selbstkontrahent eintrete, ich sehe erst den Kurs an der Börse an und bekomme vielleicht noch im letzten Augenblick den Auftrag von einem anderen, 45 000 Mark zu verkaufen. In einem solchen Moment würde ich natürlich nicht zum Makler gehen und sagen: ich kaufe 30 000 und verkaufe 45 000. Dann würde der Makler doch sagen: das ist ja närrisch, der Mann kann doch einfach den Saldo von 15 000 Diskonto-Kommandit verkaufen und hat dann damit beide Aufträge erledigt, ohne irgend jemand zu schädigen. Er hat zwar die Kourtage verdient, das sind aber kleine Geschäftsvortheile, die den Kunden ja im Großen und Ganzen nicht interessiren können, denn für den ist ja die Provision, die er zu zahlen hat, in jeder Weise fixirt.

Im Kassageschäft würde ja noch ein ganz anderer Fall eintreten, Herr Geheimrath. Es kommt jemand zu mir herein, und will 30 000 Mark in Konsols anlegen. Ich habe in meinem Bestande 10 000 Mark Konsols. Ich sehe, der Kurs ist 106,50 für 4 prozentige Konsols. Mir scheint der Kurs geeignet, meinen Bestand zu veräußern. Da muß mir doch das Recht zustehen, meinen Bestand dem Betreffenden mit hineinzugeben. Ich habe ihn ja damit nicht geschädigt, da für Kassageschäfte ein fester Kurs durch den vereideten Makler fixirt wird. Der Kommittent ist ja jedenfalls, ob er kauft oder verkauft, zu diesem Kurse an dem betreffenden Tage bedient worden, also eine Benachtheiligung findet nicht statt; im Gegentheil, es kann sogar eintreten, daß, wenn ich sehr viel unlimitirt zum Kauf aufgebe, der Kurs noch höher wird. Das trifft ja bei preußischen Konsols, wo große Umsätze stattfinden, vielleicht weniger zu, als bei Papieren, wo ganz geringe Umsätze stattfinden, wo oft die Notizen nur nominell sind oder mit wenigen hundert oder tausend Mark gemacht werden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Die Beispiele, die Sie gewählt haben, sind ja ganz richtig. Es kann aber dadurch, daß eine Reihe von Kommissionären von ihrem Selbsteintrittsrecht Gebrauch machen, erstens dem Markt ein sehr erhebliches Material entzogen werden, und zweitens könnte doch der Kurs ein ganz anderer sein, wenn alle diese Aufträge an der Börse effektuirt worden wären.

Sachv. **Kuffel:** Ja, Herr Geheimrath, indem diese Kauforders durch Selbsteintritt ausgeführt werden, wird doch der Kurs im Gegentheil nicht nach oben beeinflußt. Andererseits kann es bei Verkauf nachtheilig werden, es würde vielleicht ein höherer Kurs herausgekommen sein, wenn mehr Kaufaufträge am Markt gewesen wären.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich gebe ja zu, diese Fälle sind ganz richtig gewählt; für die Kommittenten wäre es nachtheiliger, wenn in diesen Fällen der Kommissionär an den Markt ginge und die Verkaufs- und Kaufaufträge ausführen wollte; aber für andere Leute wäre es natürlicher Weise viel vortheilhafter, wenn in der That diese Transaktionen an der Börse vorgenommen wären.

(Sachv. Kuffel: Für die Verkäufer!)

Ja wohl für die Verkäufer; außerdem würde aber der ganzen Geschäftslage in der That auch eine andere Kursfeststellung entsprochen haben. Würden diese Aufträge an den Markt gebracht, so würde der Kurs ein höherer, und das entspräche auch der Geschäftslage, denn thatsächlich lagen derartige Aufträge zum Kauf vor. Also durch das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs wird erstens eine Einwirkung gewisser Geschäfte auf die Kurse eliminirt, zweitens werden andere Interessen geschädigt, wenn auch nicht gerade die Interessen des betreffenden Kommittenten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte mir einmal eine Frage an den Herrn Sachverständigen erlauben. Also jetzt vereinigt sich in einer Hand der Auftrag zu kaufen und die Neigung zu verkaufen. Jetzt wollen wir einmal die Hände auseinandernehmen: der Auftrag zum Kaufen geht an den Kommissionär A., und der Kommissionär B., der aus seinen Beständen herausgeben würde, ist eine Person für sich. Ist nun anzunehmen, daß dadurch, daß die beiden ihre Aufträge dem Makler übergeben, an der Kursbildung irgend etwas verändert würde?

Sachv. **Kuffel:** Diese Frage beantworte ich mit „Nein" und will sie gleich an dem Beispiel der Konsols erläutern. Wenn Sie z. B. dem Makler aufgeben würden, 30 000 Mark Konsols zu kaufen und irgend ein beliebiger anderer Bankier giebt den Auftrag 20 000 zu verkaufen, so hätte ja der Makler nur noch einen Verkäufer zu suchen für die 10 000 Mark. Das ist ja dasselbe als wenn ich ihm überhaupt gleich nur 10 000 Mark aufgebe. Also die Summe würde sich nicht verändern und die nicht veränderte Summe würde natürlich auch den Kurs nicht anders beeinflussen können, so daß ich diese Frage strikt mit „Nein" beantworte. Ob das zufällig zwei Personen sind, oder ob sich das in der Hand eines Kommissionärs vereinigt, würde hierbei völlig gleichgiltig sein.

(Stellvertr. Vorsitzender: Das ist ja ganz zweifellos!)

Ferner muß ich Herrn Geheimrath Gamp auf die Ausführungen, die er mir entgegengehalten hat, erwidern: verhindern können Sie diese Beeinflussung der Kurse niemals. Wenn ich z. B. — ich nehme meine Person, es könnte ja auch ein anderer sein — für jemand 30 000 Mark Diskonto-Kommandit zu kaufen habe, und es würde jetzt durch Gesetz fixirt werden: ich kann nicht als Selbstkontrahent eintreten, dann kaufe ich bei dem Makler A. 30 000 Mark Diskonto-Kommandit, verkaufe aber bei dem Makler B. dieselben 30 000 Mark zum nämlichen Kurse; also es würde wieder kein Kaufvertrag vorliegen, ich hätte nur zweimal die Kourtage bezahlen müssen, und das würde nichts daran ändern.

Ich bin ja im Großen und Ganzen dafür, das Spekulationsgeschäft und auch das Kassaspekulationsgeschäft mit Depot möglichst zu beschränken, und zwar nur auf solche Personen, die eine wirthschaftliche Berechtigung dazu haben. Aber wenn ich für jemand, der berechtigt dazu ist, einen Auftrag ausführe, so halte ich es für korrekt, wenn dem Kommissionär das Recht des Eintritts gewahrt wird. Ich spreche als kleiner Bankier, aber bei größeren Firmen, bei der Diskontogesellschaft, bei Bleichröder u. s. w. kommt es viel häufiger vor, daß die Leute von 20 Provinzialbanken plötzlich zur Börse Depeschen bekommen und einfach den Saldo ziehen. Sie sagen: wir haben zu kaufen 50 000 Thaler Diskonto-Kommandit und haben zu verkaufen 40 000 Thaler. Wir werden einfach dem Makler 10 000 Thaler zu kaufen aufgeben, und haben damit unsere sämmtlichen Kommittenten befriedigt, denn wir haben alles ausgeführt, natürlich in uns, und es würde ja auch jeder erstaunt fragen, wenn die Firma Bleichröder —

Stellvertr. **Vorsitzender** (einfallend): Nun ja, darüber ist kein Zweifel. Also Ihres Erachtens haben die Bestimmungen über den Selbsteintritt zu Nachtheilen für das allgemeine Publikum, zu Mißständen nicht geführt?

Sachv. **Kuffel:** Nicht geführt!

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann käme die Frage, die ich an die juristischen Herren Sachverständigen gestellt habe, ob es möglich sein würde, zu verlangen, daß, wenn der Kommissionär bei Kassageschäften als Selbstkontrahent eintritt, er sich auch innerhalb der Frist, die nach den Börsenusancen für die Lieferung festgesetzt ist, im Besitz der Waare befinden muß?

Sachv. **Kussel:** Das ist nicht leicht zu beantworten, Herr Geheimrath. In dem Moment, wo ich an einen Kunden etwas verkaufe, bin ich oftmals noch nicht im Besitz der Waare. Das ist ja auch eine Vertrauenssache des Kunden dem Bankier gegenüber. Es kommt zu mir ein Kunde in's Geschäft und sagt: ich will gar nicht an die Börse — — —

Stellvertr. **Vorsitzender** (unterbrechend): Diese Fälle scheiden natürlich aus. Aber wenn es sich um einen Börsenauftrag handelt, wo nach den Geschäftsbedingungen der hiesigen Börse binnen 24 Stunden geliefert werden muß, wenn es Käufer verlangt, wie liegt Ihres Erachtens die Sache in diesem Falle?

Sachv. **Kussel:** Ja, da bin ich eigentlich der Ansicht, daß der Kommittent berechtigt ist, zu verlangen, daß der Kommissionär die Waare effektiv beschafft.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wie stellen Sie sich denn zum Pfandrecht?

Sachv. **Kussel** (fortfahrend): Respektive, daß also wieder das Eintrittsrecht des Kommissionärs gewahrt ist, daß ich also berechtigt bin, wenn ich von dieser Gattung Papiere etwas habe, sie mit hineinzugeben, dann habe ich es ja auch mit beschafft.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist ja zweifelhaft, ob diese Frage überhaupt eine selbstständige Bedeutung hat gegenüber der sogenannten Depotfrage. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, auch einmal seine Ansicht nach dieser Richtung hin zu äußern, ob der Kommissionär verpflichtet ist, bestimmte Stücke zum Eigenthum des Kommittenten zu machen.

Sachv. **Kussel:** Herr Präsident, bis jetzt war ja die Auffassung eine verschiedene in den Bankgeschäften. Sie richtete sich je nach den Bedingungen, und die Kontokorrentbedingungen sind ja gewissermaßen ein Vertrag, den zwei Geschäft machende Leute mit einander schließen. Ich bin eigentlich der Ansicht, daß ich berechtigt bin, auf Effekten, die nicht bezahlt sind, mir anderweit auch wieder Geld zu verschaffen, und ich glaube auch, daß nicht einmal die Nummernaufgabe davor schützt. Wenn ich jemandem Nummern aufgegeben habe über bestimmte Stücke Italiener, und ich bin in der Verlegenheit, Geld zu gebrauchen, dann kann ich ja diese Stücke bei irgend einer Bank, bei irgend einem Institut verpfänden. Also dem Mann sind seine Nummern aufgegeben, er ist aber durchaus nicht gesichert, wenn er es mit einem unredlichen Geschäft zu thun hat, daß seine Stücke auch im Tresor bei dem Manne ruhen. Die Stücke sind wohl vorhanden, und die bestimmten Nummern auch, aber darauf ruhen wieder Verpflichtungen.

Ich bin ja im Prinzip dafür, daß die Geschäfte beschränkt werden, das bemerke ich ausdrücklich, aber auf der anderen Seite bin ich der Ansicht, daß dem Bankier ein Recht insofern eingeräumt werden muß, als, wenn ich für den Kommittenten einen großen Posten Italiener angeschafft habe, worauf er mir nur 10 000 Mark eingezahlt hat und ich selbst in Verlegenheit bin, ich dann berechtigt sein muß, über diese Stücke zu verfügen.

Ich müßte mich ja sonst für fallit erklären, trotzdem ich vielleicht für 100 000 Mark Papiere liegen habe, von denen mir 90 000 gehören. Also es kommen größere Wechsel in Ricambio und ich brauche Geld, ich will mir schnell Geld verschaffen, und ich wäre nicht in der Lage, trotzdem diese Italiener mein Eigenthum sind, darüber zu verfügen; ich würde also in Zahlungsschwierigkeiten gerathen, trotzdem ich noch ein potenter Mann bin. Der Fall könnte eintreten. Ich bin ja im Großen und Ganzen dafür, daß diese Geschäfte mit kleinen Depots und gerade die Kassageschäfte mit kleinen Depots beschränkt werden. Ich würde vielleicht selbst darunter

Schaden leiden; ich habe es aber in meinem Geschäft seit Jahren durchgeführt, trotzdem meine Anschauungen in der sogenannten „großen Zeit“ als veraltet, respektive mit der Zeit nicht fortgeschritten bezeichnet wurden. Ich habe mir daraus nichts gemacht, weil ich glaube, daß jeder kleine Mann nicht berechtigt ist, über sein Vermögen hinaus sich an irgend einer gewagten Spekulation zu betheiligen, vielleicht mit einem Vermögen von 1 000 Mark ein Papier zu kaufen, das einen Nominalwerth von 1 000 Mark hat, aber de facto vielleicht einen Werth von 4 000.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Diesen Fall wollen wir später besprechen. Hier handelt es sich darum, ob das gesetzliche Pfandrecht des Kommissionärs namentlich in der Weise eingeschränkt werden soll, daß dem Provinzialbankier oder demjenigen, der die Sache weiter giebt, in den erwähnten Fällen die Verpflichtung auferlegt wird, zu verhindern, daß ein Pfandrecht an diesen Stücken entsteht.

Sachv. **Kuffel:** Gewiß, Herr Geheimrath. Als Vertreter der Berliner Bankierwelt spreche ich eigentlich gegen das Interesse des Berliner Bankiers — — —

Stellvertr. **Vorsitzender** (unterbrechend): Darauf kommt es nicht an!

Sachv. **Kuffel** (fortfahrend): Aber als Sachverständiger sage ich: der Mann ist berechtigt oder verpflichtet. Es wird sich ja auch vielleicht eine allgemeine Usance herausbilden: Stücke, die zur Kouponeinlösung eingeschickt sind, bilden keinen Gegenstand des Pfandrechts, sondern müssen, wenn Zahlungsstockung oder sonstige Eventualitäten eingetreten sind, wieder zurückgeschickt werden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ja, das würde sogar ein weitergehender Vorschlag sein, der auch diskutabel ist, nämlich ob man das Entstehen des Pfandrechts in derartigen Fällen gesetzlich ausschließen soll, wo es sich blos um Vornahme von bestimmten Verwaltungshandlungen handelt, bei denen es sich nicht um Auslagen für den Provinzialbankier handelt.

Sachv. **Kuffel:** Ich bin dafür, daß das gesetzlich festgestellt wird, daß, wenn ein Privatmann einem Provinzialbankier, ich will einmal sagen 50 000 Franken Italien-Rente giebt, damit er ihm neue Stücke besorgt, die ja nur verabfolgt werden gegen Einsendung der alten Stücke, und der Provinzialbankier schickt sie an seinen hiesigen Bankier, ist ihm aber zufällig 40 000 Mark schuldig, dann dieser nicht sagen darf: da lege ich meine Hand darauf, das betrachte ich als Pfand, sondern, daß wenn diese Stücke zum Umtausch geschickt werden, sie dann dem Dritten gehören.

(Zuruf: Natürlich muß mitgetheilt werden, daß sie dem Dritten gehören.)

Geheimrath Professor Dr. **v. Cuny:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, hat er jetzt noch eine andere Frage hineingezogen, die früher noch nicht erörtert worden ist. Er will nämlich auch zwischen Gläubiger und Schuldner das Pfandrecht nicht eintreten lassen, wenn es sich nur um eine Zusendung von Effekten zur Kouponbesorgung und ähnlichen Zwecken handelt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Der Sachverstädige hat eben auf einen Zwischenruf konstatirt, daß er nicht weiter gehen will, wie die anderen Herren, indem er sagt: es müßte ihm aber mitgetheilt werden, daß es fremde Papiere sind. Also das wäre ja gerade der Fall, der besprochen ist.

Sachv. **Kuffel:** Ich glaube aber, daß sich die Usance herausbilden wird, daß der Bankier in Geschäften, die ihm aufgegeben werden, sämmtliche Effekten, die nur zum Zweck der Kouponbesorgung, zur Verloosung, zur Kontrole, zum Umtausch oder zur Anmeldung bei der Generalversammlung u. s. w. eingeschickt werden, nicht dem Pfandrecht unterliegen läßt.

Geheimrath Professor Dr. **v. Cuny:** Ich halte die Frage doch für wichtig und möchte feststellen, daß der Herr Sachverständige nicht blos, wenn es fremde Stücke sind, sondern auch wenn sie dem Schuldner gehören, ein Pfandrecht nicht will eintreten lassen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das habe ich nicht so verstanden.

Sachv. **Kuffel:** Nein, wenn sie dem Provinzialbankier selbst gehören und ich Forderungen an ihn habe, dann werde ich natürlich mein Pfandrecht, so weit ich kann, daran ausüben; aber nur wenn der Provinzialbankier der Beauftragte eines Dritten ist und mir das mittheilt, oder allgemein das abgemacht worden ist, dann soll kein Pfandrecht ausgeübt werden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wir kommen dann zu Nr. 23. Ich möchte zunächst darauf hinweisen, daß eine Aenderung dahin in Erwägung gekommen ist, ob nicht die Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs in Artikel 357 namentlich in Bezug auf die Art der Feststellung des Schadens durch die Differenz nur Platz greifen soll im Verkehr von Kaufleuten unter einander.

Zweitens handelt es sich hier um die Anregung, die Dr. Leist gegeben hat, nämlich auszusprechen, daß nur derjenige das Klagerecht auf Zahlung der Differenz hat, der seinerseits zu erfüllen in der Lage und bereit ist, daß also derjenige, der die Waare nicht liefern kann, auch nicht Anspruch auf Differenz hat.

Wollen Sie die Güte haben, Herr Justizrath Lesse, sich hierüber zu äußern.

Sachv. **Lesse:** Was das Erste anbetrifft, so habe ich mich ja schon gegen die Unterscheidung zwischen Kaufleuten und Nicht-Kaufleuten ausgesprochen und habe auch aus meiner Praxis keine Erfahrungen gemacht, welche darauf hinführen sollten.

Was den zweiten Vorschlag anbetrifft, so ist mir der ganz neu. Ich fürchte, daß er nicht durchführbar ist. Darf ich vielleicht bitten, ihn zu wiederholen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es ist darauf hingewiesen worden, daß es eigentlich eine Verletzung der allgemeinen Rechtsgrundsätze sei, daß jemand Erfüllung verlangt, der nicht selbst erfüllen kann, daß also jemand die Differenz beansprucht, obwohl er seinerseits die Waare gar nicht hat.

Sachv. **Lesse:** Ja, er hat die Waare nicht, aber er kann sie sich jeden Augenblick verschaffen. Ich meine, es ist eigentlich mehr im einzelnen Falle eine Frage, die nach dem bürgerlichen Recht zu entscheiden wäre, in wie weit man diese Erfüllung verlangen kann, wenn man selbst nicht erfüllen kann. Ich glaube in dieser Weise den Satz anzuwenden, dazu würde sich hier kein Handelsrichter verstehen. Ich muß sagen, das ist etwas so Vages, daß ich nicht dafür wäre. Es ist gar nicht greifbar. Wer ist denn das, der die Waare nicht hat, und unter welchen Umständen soll er für einen solchen erachtet werden?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Eigentlich ist das durch die Börsenbestimmungen hineingekommen. An sich hat doch derjenige, der dem andern gegenüber die Differenz in Anspruch nimmt, die Verpflichtung, seinerseits zu offeriren, also muß er die Waare haben. Es ist aber durch die allgemeinen Bedingungen der Börse das Recht auf die Forderung einer Differenz auch denjenigen eingeräumt, die sich nicht im Besitz der Waare befinden. Es wird am Lieferungstage, am Stichtage einfach festgestellt: wie stellt sich der Preis, und derjenige, der nach dieser Feststellung gewonnen hat, kann von dem andern die Differenz in Anspruch nehmen, unabhängig davon, ob er die Waare besitzt oder nicht. Das scheint doch wohl eine Abweichung von den Grundsätzen des allgemeinen Rechts zu sein, die durch die allgemeinen Börsenbedingungen eingeführt ist.

Sachv. **Lesse:** Ja, und die dann in das Handelsgesetzbuch aufgenommen ist. Es setzt doch eine Aenderung des Handelsgesetzbuches voraus.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ja, das ist richtig; aber kann man denn nicht sagen, daß solche Geschäfte gegen die guten Sitten sind, wenn jemand die Differenz beansprucht, der seinerseits nicht erfüllen kann. Sie sind anscheinend nicht auf diese Frage vorbereitet. Ich dachte, die Aufsätze von Leist wären Ihnen bekannt.

(Zum Sachverständigen von Simson.) Wie stellen Sie sich dazu?

Sachv. **von Simson:** Ich bin auch auf diese Spezialfragen nicht vorbereitet, aber so weit ich die Sache auffasse, ist diese Bestimmung durch die Börsenusance deshalb eingeführt, weil man gerade die Liquidation des Interesses hat erleichtern wollen,

(Stellvertr. Vorsitzender: Gewiß!)

und in diesem Sinne erscheint es mir auch zweckmäßig, denn ich glaube, daß man den kaufmännischen Verkehr dadurch unterstützt, daß man alle Schwierigkeiten der Beweisführung, in specie darüber ob der andere seinerseits im Stande gewesen wäre zu erfüllen, bei Seite schiebt, und darum würde ich auf den ersten Blick, wie die Frage an mich herantritt, mich nicht dafür aussprechen können, eine solche Bestimmung aufzunehmen.

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Lappenberg): Wie stellen Sie sich zu dieser Frage?

Sachv. **Lappenberg:** Ich bin ganz derselben Ansicht. Man hat dies aufgenommen nicht im Interesse des Säumigen, sondern im Interesse der geschädigten Masse. Wenn man sich praktisch die Sache denkt, so kommt ja dazu, daß in einem einzelnen Falle, wo jemand entweder nicht liefern kann, oder durch Krankheit oder durch irgend einen Umstand verhindert ist, die Lieferung am Ultimo zu erfüllen, dann eventuell sämmtliche Kontrahenten, die, wollen wir sagen, bei steigendem Kurs verkauft haben, nicht nöthig haben, der Masse die Differenz zu bezahlen, während nach der andern Seite hin sämmtliche Differenzen doch abzuliefern wären und dadurch eigentlich eine Masse, die vielleicht an und für sich ganz gut oder vielleicht vollständig gut ist, eine sehr schlechte werden kann. Das ist eigentlich der Gesichtspunkt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Diese Vorschrift beschränkt sich keineswegs auf den Fall des Konkurses, sondern sie ist allgemein und hat auch weniger den Zweck, den Beweis des Schadens zu erleichtern, als gewissermaßen das ganze Geschäft mehr von der Waare los zu lösen.

Sachv. **Lappenberg:** Ja, man hat eben die Masse eventuell unterstützen wollen; das ist der Grund.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es handelt sich nicht blos um den Fall des Konkurses. Auch der Privatmann, der Spekulant, der gar nicht in Konkurs gerathen, ist nach den Bedingungen berechtigt, die Differenz zu verlangen, auch selbst, wenn er die Waare nicht hat. Nach den Grundsätzen des allgemeinen Rechts würde er den Schaden nicht liquidiren können, weil er seinerseits nicht vorerfüllen kann.

Sachv. **Lappenberg:** Doch nur, wenn er die Waare nicht liefern kann?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Jawohl!

Sachv. **Lappenberg:** Ja, nun fragt es sich, aus welchen Gründen er sich die Waare nicht verschaffen kann. Das kann doch nur der Fall sein, wenn er insolvent, oder auf irgend eine Weise sonst verhindert ist.

Dr. **Jürgens:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob ich ihn so richtig verstanden habe: In dem Falle,

wo eine Zahlungseinstellung nicht vorliegt, wird der betreffende Privatmann, wie er eben genannt wurde, stets in der Lage sein, wenn ein Vortheil für ihn damit verbunden ist, jemanden zu finden, der die Stücke für seine Rechnung liefert bezw. abnimmt. Der Fall wird dann gar nicht praktisch. Praktisch wird die Sache erst, wenn die Zahlungseinstellung erfolgt, wenn der Betreffende eventuell verschwindet, und am Regulirungstage niemand da ist, der für ihn eintritt. Dann kommt, falls der Nichtsäumige von dem für ihn ungünstigen Geschäfte ohne Weiteres zurücktreten könnte, die Schädigung der Masse in Betracht, und dies sollte vermieden werden.

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Lappenberg): Also das entspricht Ihrer Auffassung?

Sachv. **Lappenberg:** Das entspricht vollständig meiner Auffassung.

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Ladenburg): Wie stellen Sie sich dazu?

Sachv. **Ladenburg:** Ich schließe mich dem an.

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Sulzbach): Und Sie?

Sachv. **Sulzbach:** Ich auch!

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Russel): Wollen Sie sich äußern.

Sachv. **Russel:** Ich bin der Meinung, daß ich in dem Moment, wo das Geschäft abgeschlossen wird, nicht wissen kann, ob er besitzt oder nicht. Liefert er am Ultimo, am Verfalltage nicht, so muß ich für seine Rechnung die Sache decken und im umgekehrten Falle: hat jemand von mir etwas gekauft, so weiß ich auch nicht, ob seine Vermögenslage in Ordnung ist, oder sich bis dahin so verschlechtert, daß er das nicht abnehmen kann; ich würde ihm die Stücke präsentiren und wenn er sie nicht annimmt, sie dann zum Tageskurs verkaufen und ihn für die Differenz in Anspruch nehmen, oder wenn die Differenz zu seinen Gunsten ist, ihm die Differenz zur Verfügung stellen, oder wenn er insolvent geworden ist, sie zur Masse geben.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ja, manche machen es auch einfacher. Die präsentiren nicht die Effekten, sondern halten sich für berechtigt, auf Grund der allgemeinen Bedingungen dem Betreffenden gegenüber die Differenz auch dann in Anspruch zu nehmen, wenn sie selbst die Effekten nicht haben. Bezüglich der Frage, ob es sich empfiehlt, dies zu verhindern, stimmen Sie also (zum Sachverständigen Russel) den Ausführungen der anderen Herren bei!

(Präsident Dr. Koch nimmt wieder seinen Platz ein.)

(Zum Präsidenten Dr. Koch:) Herr Präsident, die Vernehmung der Sachverständigen ist beendet.

Reichsbank-Präsident Dr. **Koch** (der wieder den Vorsitz übernimmt): Dann danke ich den Herren, die zum Theil von weit hergeeilt sind, für ihre Mittheilungen.

(Halbstündige Pause.)

Vorsitzender (zum Sachv. Russel): Wie weit ist die Vernehmung mit Ihnen gediehen, Herr Russel?

Sachv. **Russel:** Ich hatte mich nur über die letzten Punkte geäußert, 21 bis 23.

Vorsitzender: Dann können wir wohl mit 1 beginnen, also mit der Zulassung von Papieren zum Handel an der Börse.

Sachv. **Russel:** Herr Präsident, darf ich mir einige Worte gestatten, ehe ich mich zur Sache äußere. Ich wollte nur sagen, daß ich doch als Bankier mit der Börse in innigem Konnex stehe und immerhin, so lange ich Geschäftsmann bin,

gewissermaßen von Personen und Institutionen an der Börse abhänge. Ich werde vielleicht Veranlassung haben, mich in mancher Sache freimüthig äußern zu müssen, und da möchte ich die geehrten Herren der **Kommission** bitten, darüber — ich weiß ja nicht, wie das ist, es ist jedenfalls Amtsverschwiegenheit —

Vorsitzender (einfallend): Die Ausführungen der Herren Sachverständigen werden stenographirt und werden später, wenn auch in beschränktem Maße, zur Veröffentlichung gelangen. Das müssen Sie ins Auge fassen.

Sachv. **Kussel:** Sehr wohl, Herr Präsident!

Vorsitzender: So weit Sie also Personalien und bestimmte Fälle anführen, stelle ich anheim, sich einer gewissen Vorsicht zu befleißigen. Im Uebrigen aber würden Sie Ihr Urtheil auch trotzdem freimüthig abzugeben in der Lage sein.

Sachv. **Kussel:** Gewiß!

Vorsitzender: Dann bitte ich Sie, sich über 1 zu äußern, über die Zulassung von Papieren zum Handel durch die vereideten Makler, resp. zur amtlichen Kursnotirung.

Sachv. **Kussel:** Da muß ich sagen, daß sich die Bestimmungen über Zulassung von Papieren zum Handel an der Börse, beziehungsweise zur Kursnotirung, wie wir sie heute an der Börse haben, durchaus nicht bewährt haben. Es besteht wohl die Pflicht, daß, wenn die Papiere — wie es ja meist der Fall ist — von großen Emissionshäusern an die Börse gebracht werden, ein Prospekt veröffentlicht wird, darauf kurze Zeit an der Börse ausgehängt wird, über den aber uns gesammten Börsenbesuchern ein sogenanntes Einspruchs-, Vetorecht nicht zusteht. Wenn der Prospekt ausgehängt wird, ist meines Wissens die Genehmigung schon immer erfolgt. Es heißt dann gewöhnlich nur: Sofern sich ein regulares Geschäft entwickelt hat, ist die Einführung gestattet, oder: Zeichnungen werden dann und dann angenommen, und ich muß gestehen, daß die traurigen Zustände, die über die Börse sowohl, wie über das ganze kaufmännische Leben, wie über das Privatpublikum hereingebrochen sind, nicht zum mindesten von den großen Emissionshäusern verschuldet worden sind, denen es möglich war, vermöge ihres Renommees, ihres Kredits, ihres Kapitals, das sie in nach meiner Ansicht unangemessener und unnötbiger Weise erhöht haben, um derartige Geschäfte zu machen, vielleicht auch um irgend einen Agiogewinn, der sich gerade aus hohen exaltirten Kursen ergab, einzustreichen, — daß es gerade diesen großen Häusern möglich war, Werthe einzuführen, deren Qualität sich nachher doch leider als recht zweifelhaft erwiesen hat, wenn ich auch für meine Person sagen muß, daß für mich und meine Firma Papiere, die in Süd-Amerika oder Süd-Europa, in Spanien, Portugal, Griechenland u. s. w. ihr Domizil haben, nie existirt haben, daß ich stets gesagt habe, indem ich Unwissenheit vorschützte, ich wäre nicht soweit in der Geographie, ich kenne die Länder gar nicht. Aber das Gros des Publikums hat sich dadurch verleiten lassen, daß die Emittenten einen guten wohlklingenden Namen hatten, diese Papiere als Sicherheit zu erwerben. Dieser Emissionsthätigkeit ging ja zufällig, und vielleicht auch durch die großen Firmen herbeigeführt, eine große sogenannte Konvertirungs- und Zinsherabsetzungsära voran. Es war ja natürlich, daß die preußische Regierung sich nach der Eisenbahnverstaatlichung und daß auch alle Kommunen es sich ja sehr gern gefallen ließen, wenn vielleicht heute die Diskontogesellschaft oder auch vielleicht eine sonstige große Finanzgruppe kam und sagte: ach, ihr habt nicht nöthig 5 Prozent Zinsen zu zahlen, ihr bekommt das Geld mit 4 Prozent, wir werden es euch schon besorgen und nachher mit 3 ½ oder 3, wie wir es erlebt

haben. Damit gelangten aber Tausende kleiner Rentner, Leute, die auf ihre Zinsen angewiesen sind, dahin, daß sie sagten: ich habe meinen Lebensetat festgestellt, die Lebensmittel sind ja unterdessen auch theurer geworden, ich muß 3 000 Mark Zinsen auf alle Fälle haben, preußische oder deutsche oder Kommunalpapiere gewähren mir das nicht mehr, dafür haben schon die Großen gesorgt, daß die Zinsen recht klein werden; aber die Diskontogesellschaft und die Deutsche Bank veröffentlichen ja heute einen Prospekt, wonach sie 5prozentige argentinische äußere Goldanleihen mit 95 herausbringen, und der Name der Diskontogesellschaft und der Deutschen Bank bürgt uns ja dafür, denn die Leute würden das nicht ausgeben, wenn sie nicht die Verhältnisse des Landes studirt hätten und die Sache für gut hielten. Bitte, Herr Bankier, verkaufen Sie meine Stadtobligationen und kaufen Sie mir dafür argentinische Anleihe.

Nun, ich muß bekennen, daß ich mich zu denjenigen Bankiers zähle, die etwas gewissenhafter, vorsichtiger zu Werke gehen, daß ich mich auch zu orientiren suche und mich nicht einfach dadurch bestimmen lasse, daß mir vielleicht irgend ein Emissionshaus, wie es Usus ist — was ich ja hier ganz frei berichte — ein aufgeklebtes rothes Zettelchen schickt, auf dem steht: „Auf Ihre Zeichnungen in argentinischer Anleihe bekommen Sie 1/4 Prozent Bonifikation", oder: „Wir sind permanent Abgeber für argentinische 4 1/2 prozentige äußere Goldanleihe, auf die wir dem beziehenden Bankier 1/8 oder 1/4 Prozent vergüten." Das hat mich nie bestechen können, ich habe mich dadurch nicht hinreißen lassen und kann nachweisen, daß ich solche Papiere niemals für mich oder für Dritte erworben habe. Aber man muß doch bedenken, daß das Gros der Bankiers bei dem kleinen Verdienst, der uns überhaupt noch zugewiesen und der z. B. auf 1/8 oder theilweise schon 1/10 Prozent bei der Ankaufsprovision reduzirt ist, sich gern den kleinen Verdienst extra zukommen läßt und sich sagt: ach Gott, die Sache ist ja sicher; erstens bekomme ich die Papiere direkt, brauche keine Kourtage an den Makler zu zahlen und nur bei dem Vertreter irgend eines Emissionsinstituts aufzugeben, dann bekomme ich Argentinier, dann bekomme ich Portugiesen; ich habe die Sachen und nachher bekomme ich noch 1/8 oder 1/4 Vergütung und habe ein ganz gutes Geschäft dabei gemacht; die Sache wird wohl sicher sein.

Ich behaupte, daß durch diese laxe Handhabung der Emissionen das größte Unglück über die Börse hereingebrochen ist und damit natürlich zusammenhängend über das Privatpublikum, das sich ja in unberechtigter Weise vielfach weit über seine Kräfte hinaus und über dasjenige Maß hinaus, das ihm zukam, an den Geschäften der Börse betheiligt hat.

Ich bin also der Meinung, daß in erster Reihe der Veröffentlichung der Prospekte und der Einführung der Papiere seitens der maßgebenden Behörden der Börse und wenn es sein muß, selbst seitens der Staatsbehörden — trotzdem ich nicht für Herbeirufung des Schutzmanns bei irgend einer kleinen Angelegenheit bin — eine viel größere Aufmerksamkeit gewidmet werde, und daß speziell der Börse als solcher ein Vetorecht gegen die Einführung solcher Papiere, gegen die wir mit unserer kleinen Kapitalmacht den Großen gegenüber sonst ohnmächtig sind, eingeräumt werde, daß, meinetwegen vielleicht aus freier Wahl hervorgehend seitens der Fondsbörse vielleicht Inhaber von 50 Firmen als kontrolirende Kaufleute gewählt werden, denen man sagt: Ihr habt das Recht, bei Einführung neuer Papiere zugezogen zu werden, Euch muß der Prospekt vorgelegt werden, Ihr könnt ihn dann mit Euren Freunden berathen und habt 4 Wochen Einspruchsrecht.

Ich bin dafür, daß z. B. bei Punkt f

> „Ist bezüglich aller an der Börse gehandelten Papiere eine Verantwortlichkeit der Ankündigenden für den Inhalt des Prospekts gesetzlich einzuführen?"

die Verantwortlichkeit für Anleihen speziell eingeführt wird, die ja schwer vom Publikum zu beurtheilen sind — denn das Publikum kann nicht wissen, wie Portugal finanziell steht; das verlange ich aber von der einführenden Bank, die ihren Juristen, ihren Syndikus hat, der der Sache ein Studium widmen kann — daß diese Banken eine selbstschuldnerische Bürgschaft mindestens für eine gewisse Zeit der pünktlichen Zinszahlung übernehmen müssen, vielleicht ausgenommen Ereignisse, wie große Handelskrisen, die durch force majeure veranlaßt sind, die bei der Veröffentlichung des Prospekts oder bei der Entrirung der Geschäfte nicht zu übersehen waren.

Vorsitzender: Ich möchte bitten, diesen Punkt noch einstweilen bei Seite zu lassen und sich zunächst auf das Allgemeine zu beschränken.

Sie sind also der Meinung, daß die bestehenden Einrichtungen nicht genügen?

Sachv. **Kussel:** Nicht genügen.

Vorsitzender: Sie glauben, man müsse im Allgemeinen die ungesunde Ausdehnung der Emissionsthätigkeit beklagen und ebenso das Herabgehen des Zinsfußes, was namentlich auch mit derartigen Kommissionsgeschäften, wie Sie sie bezeichnet haben, in Zusammenhang steht. Die Einengung der Emissionen suchen Sie dadurch zu erreichen, daß Sie die Anforderungen der Zulassung zum Markt erschweren?

Sachv. **Kussel:** Ja!

Vorsitzender: Nun beschränkt sich ja die bisherige Thätigkeit des Börsenkommissariats darauf, zu prüfen, ob die Verhältnisse angegeben sind, welche der Emission zu Grunde liegen; eine materielle Prüfung wird nicht angestellt. Sie wollen auch nicht, daß eine allgemein oder besonders berufene Kommission darüber zu entscheiden hat?

Sachv. **Kussel:** Nein.

Vorsitzender: Sie wollen aber ein Vetorecht einführen aus der Mitte der Börsenbesucher heraus und wollen, daß ein Widerspruch von 50 Stimmen genügen soll, um ein Papier ganz fern zu halten?

Sachv. **Kussel:** Ja wohl.

Das ist nur ein Vorschlag, die Fixirung und Formulirung müßte ich ja überlassen. Das ist ja nur eine Idee, die embryonisch bei mir ist, die sich vielleicht dadurch fixiren läßt, daß die Aeltesten der Kaufmannschaft und die Sachverständigenkommission zusammen berathen und sagen: wir werden so und so viel Firmen zuziehen und werden uns gemeinschaftlich berathen.

Vorsitzender: Sie glauben, daß das Interesse des Publikums und auch der Börsenbesucher durch die Vertretung, die ja jetzt auch besteht, nicht hinreichend gewahrt ist?

Sachv. **Kussel:** Nein, die halte ich nicht für hinreichend gewahrt.

Geheimrath Professor Dr. **v. Cuny:** Das, was der Herr Sachverständige will, läßt sich ja möglicherweise auf verschiedenem Wege erreichen: einmal dadurch, daß diejenige Stelle — ich will sie Börsenkommissariat nennen, es kommt ja auf den Namen nicht an; an anderen Börsen wird die Stelle anders heißen — welche über die Zulassung zum Börsenhandel zu entscheiden hat, durch eine größere Anzahl, sei es von Handeltreibenden der großen Firmen, sei es durch eine Anzahl anderer solider angesehener Mitglieder des Handelsstandes, verstärkt wird.

Ein anderer Weg, auf welchem sich das Ziel erreichen ließe, wäre der, daß, bevor eine Entscheidung über die Zulassung gefällt wird, der Prospekt veröffentlicht wird und dadurch einem Jeden, der über die betreffenden Verhältnisse orientirt ist, die Möglichkeit geboten wird, der entscheidenden

Stelle Bedenken gegen die Zulassung vorzutragen. Dieser letztere Weg soll bereits jetzt an der Brüsseler Börse Rechtens sein. Es ist bei früheren Vernehmungen darüber verschiedentlich gesprochen worden. Es wird behauptet, obwohl an der Brüsseler Börse eine solche Veröffentlichung vor der Entscheidung stattfände, sich diese Einrichtung doch bis jetzt nicht bewährt und namentlich nicht zu verhindern vermocht habe, daß gerade an der Brüsseler Börse faule ausländische Werthe in umfassendem Maße zugelassen worden seien.

Sachv. **Kuffel:** Ja, ich muß Herrn Geheimrath v. Cuny erwidern: die Verhältnisse an der Brüsseler Börse sind mir leider unbekannt. Aber ich glaube doch, daß wenn dies praktisch durchgeführt wird, sich eine gewisse Sicherheit gegen die Einführung so zweifelhafter Werthe ergeben würde, wie wir sie in Millionen und Milliarden in den letzten Jahren haben einführen sehen.

Nun bin ich freilich nicht dafür, wie Herr Geheimrath v. Cuny sagt, daß nur große Firmen vertreten sein sollen, denn, ich muß es leider bekennen, die großen Firmen haben ja meist gleiche Interessen. Also ich will einmal sagen: die Diskontogesellschaft hätte in der Sachverständigenkommission die Prospekte über Argentinien zu genehmigen gehabt und umgekehrt sind vielleicht wieder die Deutsche Bank und andere große Emissionshäuser vertreten, die einen Prospekt über Portugiesen zu genehmigen haben. Ja, da die Herren gleiche Interessen für ihre Institute und ihre Firmen vertreten, so ist es für sie sehr schwer, dem anderen heute zu sagen: Du mußt viel nähere Daten bringen, oder das Papier eignet sich nicht für unseren deutschen Markt und dergleichen, denn morgen kommt vielleicht der andere Herr mit einem ähnlichen Antrage blos mit verändertem Namen und kann dann nicht mehr verlangen, daß die Herren unparteiisch ihm gegenüberstehen, weil er gestern ja sie quasi geschädigt hat. Sie haben also diese Veröffentlichung für längere Zeit bestimmt —

Vorsitzender (unterbrechend): Sie wollen also diese Frist verlängert haben und zweitens ein Vetorecht für jeden Börsenbesucher. Es kann aber wohl nicht Einer allein schon zu einem solchen Veto berechtigt sein; der könnte ja eigensüchtige Gründe haben, um ein größeres Haus zu schädigen.

Sachv. **Kuffel:** Ich meine das Vetorecht nicht in dem Sinne, daß verboten wird, sondern daß seine Gründe richtig gestellt, auf ihren materiellen Werth geprüft werden und, wenn sie sich als nicht stichhaltig erweisen, natürlich zurückgewiesen werden.

Vorsitzender: Das würde ja allerdings auf eine Einrichtung hinauslaufen, die sich ungefähr der Brüsseler nähert: also Veröffentlichung des Prospekts vor der Zulassung, Gelegenheit, Einspruch zu erheben, Prüfung der Einwände und dann Beschluß.

Nun wollen Sie aber auch noch eine Verstärkung der Behörde.

Sachv. **Kuffel:** Also daß gerade das Börsenkommissariat durch eine Anzahl von Firmeninhabern verstärkt wird.

Vorsitzender: Durch Wahl?

Sachv. **Kuffel** (fortfahrend): Die aus der Wahl der Börse selbst hervorgehen, und dann wird ja die Börse wissen, sich da die geeigneten Leute herauszusuchen, die ungenirt und unabhängig genug sind mit ihrem Urtheil und vielleicht auch unbefleckt genug — ich meine also, die nicht selbst derartige Geschäfte machen und gemacht haben, um nicht befürchten zu müssen: was ich heute thue, das geschieht mir morgen vielleicht selbst.

Ich bin ja auch bei Emissionen von Industriepapieren, Herr Präsident, dafür, daß nicht heute eine Gesellschaft gegründet werde und bereits morgen mit einem ungemessenen Agio, vielleicht zu 130, 150, 180, wie es jetzt Sitte ge-

worden ist, emittirt, bevor man vielleicht weiß, ob eine solche Gesellschaft überhaupt existenz- und lebensfähig ist, bevor man weiß, ob sie überhaupt im Stande ist, das investirte Kapital zu verzinsen, sondern eine jede Gesellschaft, eine Bank oder eine Industriegesellschaft muß 2 Jahre lang erst existirt haben, bevor die Aktien in den öffentlichen Verkehr eingeführt werden dürfen.

Vorsitzender: Das bedeutet eine starke Festlegung eines erheblichen Kapitals.

Sachv. **Kussel:** Herr Präsident, ich weiß wohl, daß das eine starke Festlegung bedeutet. Es würde aber dann in einer sogenannten großen Zeit, wie wir sie im Jahre 1889 erlebt haben, die aber de facto keine große Zeit war — wir und das Publikum sind eigentlich so hineinversetzt worden; es ist uns vorgeredet worden: es geht außerordentlich gut in der Eisen- und Kohlenbranche, es geht außerordentlich gut in anderen Branchen, in der ganzen Welt wurden die Preise vielfach heraufgesetzt, in Spinnereien u. s. w. und wie die Bilanzen erschienen, war auch bereits die Ernüchterung, wenn ich mich so ausdrücken darf: der Katzenjammer da — es würde dann nicht so leicht möglich gewesen sein, Gesellschaften mit großem Agio zu gründen, wenn man sich hätte sagen müssen: Du kannst sie doch nicht an den Markt bringen, du mußt 2 Jahre warten. Dann wäre vielleicht die Gründerthätigkeit etwas beschränkt worden, und vielleicht nicht zum Schaden der Börse, des reellen Bankiers, des Publikums und des ganzen Handelsstandes.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Bezüglich der Organisation der Behörde, die nach Ansicht des Herrn Sachverständigen über die Zulassung der Effekten zur Kursnotirung zu entscheiden haben soll, möchte ich darauf hinweisen, daß nach den hier geltenden Bestimmungen die Mitglieder des Börsenkommissariats zwar allerdings von den Aeltesten gewählt werden, daß aber die Mitglieder der Sachverständigenkommission gerade aus solchen Wahlen hervorgehen, wie sie der Herr Sachverständige in Aussicht genommen hat, aus direkten Wahlen der Börseninteressenten, und daß wohl in der Regel die Aeltesten die von den Interessenten selbst in die Sachverständigenkommission gewählten Mitglieder auch in das Börsenkommissariat delegiren, so daß, wenn auch nicht gesetzlich und auf gesetzlicher Grundlage, aber doch thatsächlich ein großer Theil der jetzt im Börsenkommissariat fungirenden Mitglieder aus solchen Wahlen hervorgegangen ist, die der Herr Sachverständige für zweckmäßig erachtet. Ist das nicht richtig?

Sachv. **Kussel:** Ja wohl, Herr Geheimrath. Da muß ich aber erwidern, daß erstens die Wahlen doch immer, wie alle Wahlen, gewissermaßen einer Beeinflussung unterliegen, und daß, glaube ich, erst im letzten Jahre und nicht zum geringsten Theile auf meine Initiative und mein öffentliches Hervortreten Wandel geschaffen worden ist, also daß nicht von einigen einflußreichen Firmen und Personen an der Börse dem Gros der Interessenten quasi eine fertige Kandidatenliste aufoktroyirt wird, wo dann aus Mangel an Verständniß oder aus Mangel an Muth, die Meinung öffentlich zu bekunden — ein Muth, der mir ja eigen ist — gewöhnlich auch diese Personen aus der Wahl hervorgegangen sind. Erst bei der letzten Wahl ist es uns gelungen, auch Vertreter in die Sachverständigenkommission hineinzubringen, die wir erstens für sachverständig halten — denn ich halte eine Sachverständigenkommission nur dann für sachverständig zusammengesetzt, wenn alle Firmen, alle Gruppen von Firmen darin vertreten sind; denn ich glaube nicht, daß die Diskontogesellschaft z. B. die Wünsche und Beschwerden dort vertreten wird, die mich bedrücken oder Leute, Firmen meines Genres, sondern daß sie in erster Reihe, wie es ja natürlich ist, doch immer dasjenige vertreten wird, was sie vertreten zu sehen wünscht —

und dadurch, daß wir eine vergrößerte Anzahl in der Sachverständigenkommission haben, die gerade bei der Veröffentlichung von Prospekten mitzufunktioniren hat, ist auch vielen kleinen und mittleren Firmen Gelegenheit gegeben, sich dort vertreten zu sehen.

Vorsitzender: Wieviel würden Sie für nöthig halten? Es sind jetzt vom Aeltestenkollegium 6, von den Korporationsmitgliedern 12.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es ist, glaube ich, da (auf das in der Hand des Vorsitzenden befindliche Verzeichniß deutend) ein älteres Verzeichniß; ungefähr wird das Börsenkommissariat 18 Mitglieder haben.

Vorsitzender: Die Zahl ist nicht absolut bestimmt; es heißt im § 11 der Börsenordnung: es ist nach Bedürfniß zu bestimmen.

Sachv. **Kuffel:** Eine feste Zahl möchte ich eigentlich hier nicht im Moment fixirt wissen.

Vorsitzender: Nur ungefähr, um eine Andeutung zu geben.

Sachv. **Kuffel:** Für die Prospektenangelegenheit möchte ich eine Verstärkung der Kommission vielleicht auf das Doppelte der bestehenden Anzahl.

Vorsitzender: Erscheint Ihnen der Wahlmodus angemessen?

Sachv. **Kuffel:** Gegen den Wahlmodus als solchen habe ich nichts einzuwenden. Es ist ja Sache eines jeden Wählers seine Stimme demjenigen zu geben, den er für berechtigt und für befähigt hält, ihn zu vertreten.

Vorsitzender: Vor Einflüssen, wenn sie stattfinden sollten — —

Sachv. **Kuffel** (einfallend): Kann man niemand schützen. Deshalb sage ich: gegen den Wahlmodus habe ich nichts einzuwenden.

Vorsitzender: Also Sie wollen eine Verstärkung für den Zweck der Zulassung und dann wollen Sie eine Prospektenveröffentlichung, ehe die Zulassung erfolgt?

Sachv. **Kuffel:** Ehe die Zulassung erfolgt, nicht wie heute, daß an der Börsentafel angeschlagen ist: „Die Sachverständigenkommission hat eine neue rumänische Anleihe genehmigt; sobald sich ein größeres Geschäft etablirt hat, wird die amtliche Notiz erfolgen, die Geschäftsvermittelung ist den und den Maklern übertragen,“ denn damit stehen wir immer vor einem fait accompli und sind nicht in der Lage, Bedenken, die wir haben, zu äußern.

Vorsitzender: Sie sind ja dabei schon auf einen Theil der Fragen ad a u. s. w. eingegangen. Zunächst sprachen Sie davon, daß Sie nur bedingt für die Mitwirkung einer staatlichen Behörde wären.

Sachv. **Kuffel:** Ja wohl, nur bedingt, Herr Präsident, weil ich der Meinung bin, daß die Technik der Börse und das Getriebe der Börse so schwer zu erlernen sind, daß wirklich eine sehr langjährige Praxis dazu gehört — ich bin 24 Jahre geschäftlich thätig — bevor man sich in das Getriebe der ganzen Börse hineinleben kann. Es ist leider beim Publikum und auch bei den staatlichen Behörden die irrige Meinung verbreitet, daß über die Börse so leichten Sinnes zu urtheilen ist. Das ist nicht der Fall. In das Wesen der Börse einzudringen, erfordert nicht blos, ich möchte sagen, ein bischen Praxis, sondern es sind viele Leute, die Jahre lang zur Börse gehen und dennoch eigentlich in das Wesen und in das Getriebe der Börse nicht hineinsehen können.

Vorsitzender: Sie glauben, einem Staatsbeamten würde das nicht gelingen?

Sachv. **Kussel:** Weil er nicht kaufmännisch vorgebildet ist. Ich will einmal sagen, es würde ein Herr sein, der die juristische Karriere eingeschlagen hat, der das alles doch mehr vom theoretischen Standpunkte aus betrachten würde, und trotzdem ich manches an der Börse beschränkt sehen möchte, könnte es doch leicht vorkommen, daß auch die berechtigten Geschäfte und der berechtigte Betrieb der Börse mehr eingeengt werden, als es nöthig ist.

Vorsitzender: Wir sprechen ja blos von der Zulassung, ob bei der Zulassung die Mitwirkung eines staatlichen Organs eintreten soll?

Sachv. **Kussel:** Das würde ich vielleicht für erwünscht, für nicht ungünstig halten.

Vorsitzender: Ja, aus welchen Gründen?

Sachv. **Kussel:** Vielleicht, daß dann der betreffende Herr an seine vorgesetzte Behörde, etwa an den Handelsminister, referiren kann, bevor die Emission genehmigt ist, es ist beabsichtigt, die und die Papiere zu emittiren.

Vorsitzender: Und dann soll dem Handelsminister die Genehmigung zustehen?

Sachv. **Kussel:** Die Genehmigung möchte ich eigentlich nicht sagen, denn in dem Moment, wo der Handelsminister die Genehmigung giebt, würde das Publikum, weil es glaubt, es ist vom Staat quasi sanktionirt, sich mit noch größerer Sicherheit auf ein Papier werfen, was sich hinterher als zweifelhaft herausstellt, und damit würde dem Staate eine gewisse, wenn auch nur moralische Verantwortlichkeit aufgebürdet. Ich entsinne mich, daß im Jahre 1884 die Königliche Seehandlung eine russische 5prozentige Goldanleihe emittirt hat, ein Jahr darauf kam der Afghanistan-Krach — ich weiß nicht, ob den Herren bekannt ist, was wir darunter verstehen, es war die eventuelle Kriegserklärung Englands gegen Rußland wegen der Grenzstreitigkeiten in Afghanistan — und wir hatten an der Börse einen Rückgang der russischen Goldanleihe um circa 20 Prozent, von circa 102 — so stand die 5prozentige Anleihe, die damals konvertirt war — auf 84 — 85. Ich war Leiter einer hiesigen Filiale eines auswärtigen Hauses, bei der speziell russische Werthe vertrieben worden sind, und ich weiß, daß die Kundschaft gekommen ist und gesagt hat: Ja, die Seehandlung hat doch die Emission mit übernommen, das ist doch ein Staatsinstitut; wenn hinterher so etwas passiren kann, und wir so und so viel an den Anleihen verlieren sollen, dann bürden wir gewissermaßen der Seehandlung die moralische Verantwortung auf, und es kam dann ein paar Jahre später der Fall — ich hatte unter der Kundschaft sehr viel hohe Offiziere und Beamte — daß die Herren gekommen sind, als damals die Geschichte mit Rußland schwebte und quasi ein finanzieller Feldzug gegen Rußland eröffnet wurde, daß den Herren gesagt wurde: veräußert eure russischen Papiere und daß ja auch gerade damals die Reichsbank sehr viel russische Werthe an den Markt gebracht hat und daß die gegen preußische Werthe ausgetauscht sind.

Vorsitzender: Das war Eigenthum von Deponenten, welche den Verkauf beantragten. Die Reichsbank selbst besaß keine russischen Werthe.

Sachv. **Kussel:** Nun ja, ich meine, daß damals der Zug der Zeit dahin ging, die Sachen, selbst mit den größten Verlusten, zu veräußern. Nachher sind die Sachen gestiegen, die 5prozentigen russischen Anleihen sind konvertirt worden, und heute stehen die 4prozentigen circa 97. Darum, Herr Präsident, möchte ich nicht den Staat als solchen hineingezogen sehen.

Vorsitzender: Sie wollten aber doch, daß an den Handelsminister berichtet werde, und ihm ein Einspruchsrecht geben?

Sachv. **Kussel:** Eventuell. Ich hatte bei der Frage: „Soll eine Mitwirkung staatlicher Behörden (und welcher?) bei der Zulassung eintreten?" auf den Fragebogen „Nein" gesetzt. Das andere muß erst die Praxis ergeben.

Vorsitzender: Die Mehrzahl der Sachverständigen ist auch dagegen, einzelne haben sich nicht so bestimmt ausgesprochen.

Sachv. **Kussel:** Das ist bei mir auch der Fall. Ich kann das nicht so präzise beantworten, da erst die Praxis ergeben muß, ob sich das als geeignet erweist.

Graf **Arnim:** Ich verstehe den Herrn Sachverständigen so, daß er vielleicht Bedenken trägt, daß der Staatskommissar in seinem Berichte die Emission befürwortet, der Handelsminister also die Sache empfiehlt und damit eine zu weit gehende Verantwortung übernimmt. Der Herr Sachverständige hat wohl vielmehr im Auge gehabt, daß der Handelsminister in die Lage gesetzt werden soll, ein Veto einlegen zu können.

(Sachv. Kussel: ja!)

also zu sagen: diese Anleihe ist vorläufig hinauszuschieben, wir müssen noch verlangen, daß über gewisse Dinge Feststellungen vorgenommen werden. Also, ich möchte sagen, in negirender Form möchte eine Art Aufsichtsrecht seitens der Staatsbehörde zu statuiren sein. So habe ich den Herrn Sachverständigen wohl richtig verstanden.

(Sachv. Kussel: Ja wohl!)

Nun ist ja dem Herrn Sachverständigen vielleicht bekannt, daß unter der Leitung eines Herrn von Pflaum, wenn ich nicht irre, der Gedanke eines Schutzkomitees in der Presse und auch in Versammlungen ventilirt worden ist, eines Schutzkomitees, welches bestehen soll aus einer großen Zahl von Firmen, welche gewissermaßen ein Votum über die Bonität und die Opportunität einer Anleihe abzugeben berechtigt sei. Ein solches Schutzkomitee soll auch noch die weitere Berechtigung haben, bei der Nichterfüllung der Vertragsbedingungen seitens der betreffenden Staaten, von denen die Anleihe kontrahirt wird, Protest erheben zu können. Ich wollte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er diesem Gedanken auch schon näher getreten ist, und ob er meint, daß vielleicht die Sicherung des Publikums dadurch herbeizuführen wäre, daß man in dieser Weise eine Zwischeninstanz zwischen dem Staat und zwischen dem Börsenkommissariat schafft, das ja bis jetzt meiner Ansicht nach nicht immer in genügender Weise die schlechten Emissionen zu hindern gewußt hat, ob nicht durch eine solche Zwischeninstanz, sei es in Form von Schutzkomitees, sei es in Form einer Anzahl durch Wahl oder durch die Regierung berufener durchaus unabhängiger Personen, einerseits die Verantwortung des Staates beseitigt werden könnte, welche ja entschieden zu Bedenken Veranlassung giebt, auf der andern Seite aber doch auch eine gewisse Garantie geboten würde, daß nicht leichtsinniger Weise und aus Gewinnsucht eine Anleihe ins Publikum gebracht wird, die großen Schaden veranlaßt und Deutschland, welches ja nicht so reich ist wie Frankreich und Belgien, viel Geld kostet.

Sachv. **Kussel:** Darf ich mir das Wort erlauben, Herr Präsident?

(Vorsitzender: Bitte sehr, ja!)

Dann möchte ich dem Herrn Grafen Arnim erwidern, daß ein Schutzkomitee, wie es jetzt geplant ist, doch nur dann in Aktion tritt, wenn, so zu sagen, die Sache schon verfahren ist, und ich glaube, meine Herren, nach den praktischen Er-

fahrungen, die ich habe, von der Türkei und Griechenland und Spanien und Portugal, die schon alle einmal ihre Zinsen nicht bezahlt haben, resp. gewaltig reduzirt haben — um auf diese Beispiele zurückzugreifen, — daß ein Schutzkomitee in dem Sinne doch wenig Wirkung hat. Während ich bei einem privaten Schuldner hier im Lande Exekution beantragen kann, so lange er irgend Vermögensobjekte besitzt und er mein Schuldner bleibt, so sehen wir ja neuerdings, wie sich die portugisische Regierung nach den Verhandlungen über ihre Anleihe, die Monate lang gedauert haben, auf einmal auf den Standpunkt stellt: Ihr habt zwar Monate lang verhandelt, aber wir erkennen die Zinsverpflichtung nicht an, wir zahlen euch nur $\frac{1}{3}$, und das vielleicht nur in Papier, oder wir machen aus unserer äußeren Anleihe eine innere Anleihe. Ja, meine Herren, soll vielleicht das Deutsche Reich mit militärischer Macht einschreiten, um diejenigen, die leichtfertiger Weise Portugiesen gekauft haben, in Schutz zu nehmen? Ich bin auch noch Militär; ehrlich gestanden, für solche Zwecke möchte ich meine Haut nicht zu Markte tragen, daß wir, weil jemand so leichtfertig war, Argentinier oder Portugiesen zu kaufen, vielleicht ein solches Land mit Krieg überziehen müßten, um ihm in Form einer Kriegskontribution etwas abzunehmen und die einzelnen Gläubiger zu befriedigen. Wir dürfen nicht vergessen, daß das Publikum in erster Linie auch dazu berufen ist, sich selbst zu schützen, daß das Publikum nicht immer bevormundet werden darf. Die Leute sollen nicht immer solche zweifelhaften Werthe kaufen; sie sollen sich an einen anständigen vertrauenswürdigen Bankier wenden, der ja nicht immer blos in den oberen Regionen zu finden ist, sondern auch in den unteren Regionen, und sie sollen sagen: wie glaubst du, daß ich mein Kapital vortheilhaft anlege. Wir stecken ja nicht in allen den Sachen darin, es werden ja immer Verluste vorkommen; aber man wird doch nicht in leichtfertiger Weise Papiere von einem Lande wie Argentinien, empfehlen, wo, wie die Statistik ergiebt, auf jeden Einwohner so und so viel hundert Thaler Schulden kommen, ein Land, das überhaupt noch vollständig in der Entwickelung der Kultur zurück ist, dessen Rechtsbegriffe noch wenig ausgebildet sind, das einfach sagt: wir bezahlen den nächsten Koupon nicht, wir wollen uns garnicht geniren. Wenn ein Privatmann den Miethszins oder den Hypothekenzins für das nächste Vierteljahr nicht zahlen kann, so würde er sich sehr geniren, und man würde auch gegen ihn vorgehen; der Staat hat ja den Vorzug gegen den Privatmann, daß er sagen kann: nun kommt einmal her, wer was machen will, und der einzelne Gläubiger kann ja nicht nach Portugal oder nach Argentinien gehen.

Im Anschluß daran, Herr Präsident, will ich bemerken, daß ich persönlich in Erkenntniß dieser Thatsachen und gewissermaßen in Anlehnung an einen Verein, der in England seit langen Jahren, ich glaube seit 50 Jahren schon besteht, den Council of foreign-boundholders, diese Gesellschaft der fremden Anleihebesitzer, bereits im April v. J. — ich erlaube mir, Herr Präsident, ein Exemplar der Statuten zu überreichen — einen Verein zur Wahrung der Interessen deutscher Aktienbesitzer gegründet habe, und um Ihnen gerade zu zeigen, meine Herren, wie wenig dankbar das Publikum ist, und wie wenig das Publikum geschützt sein will, wenn vielleicht einmal ein Einzelner auftritt, der seine Interessen wahrt, muß ich Ihnen bemerken, daß ich von diesen Statuten ungefähr 2 000 Exemplare habe drucken lassen, die ich theils an meine eigenen Klientel, an alle übrigen Bankgeschäfte in Berlin, theils auch in der Provinz und an viele Behörden, Zeitungen u. s. w. und das Publikum geschickt habe. Ich habe auch in vielen Zeitungen inserirt; ich habe ungefähr 300 Mark dafür ausgegeben, habe aufgefordert, einen Verein zu konstituiren, habe ein

Statut entworfen, das nur provisorisch war, habe mich zur kostenfreien Auskunft erboten, und ich muß sagen, daß sich bei mir im ganzen nur 8 Mitglieder gemeldet haben. Meine Herren, wenn eine Sache, an der ich lange Jahre gearbeitet habe und eigentlich nur im Interesse anderer Leute, ohne Entgelt, ohne etwas — im Gegentheil, ich habe Druck und Porti und Insertionen alles aus eigener Tasche bezahlt; ich wollte wirklich einmal prüfen, ob denn das Publikum nicht aufzurütteln ist — wenn also eine solche Sache so wenig Beachtung findet, dann, muß ich sagen, verdient es ja eigentlich das Publikum gar nicht, daß sich diese geehrten Herren hier alle und auch wir hinzugezogenen Sachverständigen uns quälen, um das Publikum zu schützen. Das sind die Leute eigentlich, ganz ehrlich gesagt, nicht werth, daß man ihretwegen ein Gesetz macht, um sie zu schützen, denn sie verstehen es nicht einmal, allein sich zu schützen, sie haben nicht soviel Interesse, an die Sache heranzutreten, wenn uneigennützig solche Bestrebungen von anderen unternommen werden.

Vorsitzender: Lassen Sie sich aber dadurch nicht ermüden und abhalten, in Ihren Bestrebungen weiter fortzufahren. Allerdings, wir begegnen ja einer starken Lauheit des Publikums. Trotzdem muß die Gesetzgebung suchen, auf geeignete Vorschriften zu kommen.

Um noch einmal bei a zu resümiren: Sie sind im ganzen nicht für eine staatliche Mitwirkung, aber für ein staatliches Aufsichtsrecht?

Sachv. **Kussel:** Ja.

Vorsitzender: Eine Zwischeninstanz, wie Herr Graf Arnim sie erwähnte, würden Sie nicht befürworten?

Sachv. **Kussel:** Nur durch einen Kommissar, der vielleicht den Sitzungen beiwohnt und über alles orientirt ist, was sich dort abspielt.

Vorsitzender: Ja, Herr Graf Arnim sprach von einem Komitee.

Sachv. **Kussel:** Da wollte ich, daß bei der Prüfung von Prospekten das Börsenkommissariat verstärkt wird.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich wollte nur den Herrn Sachverständigen fragen, wenn er wünscht, daß also alle Anträge dem Herrn Handelsminister zur Kenntniß gebracht werden, und der Minister dann ein Vetorecht hätte, ob das nicht eigentlich dasselbe heißt, wie: der Handelsminister hat zu genehmigen, denn wenn ich ein Vetorecht in der Form habe, daß mir jedes Geschäft unterbreitet wird und ich dann entweder ein Veto einlege oder nicht, so glaube ich, daß wenn darin auch ein Unterschied gegenüber der staatlichen Genehmigung liegt, doch beim draußenstehenden Publikum diese Thatsache, die ihm offenbar doch auch nicht unbekannt bleiben soll, dieselbe Wirkung haben wird. Das draußenstehende Publikum wird sich sagen: der Herr Minister hat nichts einzuwenden gehabt, die Sache muß also gut sein.

Sachv. **Kussel:** Ich habe vorhin schon geäußert, Herr Geheimrath, daß darin eine gewisse Gefahr liegt. Spezifiziren kann ich die Sachen hier nicht, dazu bin ich nicht gesetzeskundig genug und auch nicht Jurist. Ich kann nur eine Idee, die ich habe, hier hinwerfen. Ich sagte auch schon vorher: darin liegt eine gewisse Gefahr. Ich exemplifizirte gerade auf die russische Anleihe, die mit der Seehandlung kontrahirt worden ist. Aber ein gewisses Vetorecht würde gar nichts schaden. Ich bin ja auch nicht dafür, daß dem Minister jede industrielle Gesellschaft vorgetragen wird, da möchte ich ja eine andere Norm befolgt wissen; ich möchte nur, daß dem Handelsminister referirt wird: Argentinien nimmt schon wieder 250 Millionen $4\frac{1}{2}$ prozentige äußere Anleihe auf — im Grunde genommen ist es ja immer dasselbe, nur unter anderer Flagge. Es sind immer argentinische Anleihen, und

wenn der argentinische Staat nicht zahlen will, so zahlt er die $4\frac{1}{2}$ prozentige nicht, und die innere nicht oder äußere nicht.

Vorsitzender: Sie wollen dem Kommissar überlassen, was er dem Minister vorträgt?

Sachv. **Kussel:** Ganz recht, Herr Präsident. Ich will, daß der Kommissar von allen den Sachen Kenntniß nimmt, und daß es seinem Ermessen überlassen wird, was er vielleicht für berechtigt hält oder was er für unberechtigt hält, daß überhaupt ein gewisses Vetorecht eintritt. Es wäre gewiß manchmal ganz gut gewesen, wenn wir ein Vetorecht gehabt hätten.

Vorsitzender: Nun kommen wir zu b, ob die Zulassung ausländischer Papiere von einem Mindestbetrag der einzelnen Stücke abhängig gemacht werden soll?

Sachv. **Kussel:** Nein, Herr Präsident, ich würde darin gar keinen Vortheil finden, sondern im Gegentheil: Heute kauft sich vielleicht der kleine Mann, der 1 000 Mark Stadtobligationen hat, nur 400 Mark Griechen und behält die restlichen Stadtobligationen, während er im anderen Falle, wenn es nur für 1 000 Mark Griechen giebt, die ganzen Stadtobligationen umtauscht und sich die Griechen kauft. Es ist also nichts gebessert: im Gegentheil, es wäre vielleicht nur eine Veranlassung, größere Beträge in fremden Werthen zu investiren.

Vorsitzender: Bei ausländischen Aktien würde es doch gerecht sein, daß, wie bei inländischen, ein bestimmter Mindestbetrag der einzelnen Stücke gefordert würde.

Sachv. **Kussel:** Ich sehe auch da keinen Grund ein.

Vorsitzender: Soll bei der Zulassung ausländischer Aktien ein größerer Mindestbetrag des Grundkapitals verlangt werden?

Sachv. **Kussel:** Da bin ich ein strikter Gegner, Herr Präsident, aus dem einfachen Grunde, weil ich bei den Emissionen der letzten Jahre beobachtet und die Erfahrung gemacht habe, daß bei kleinen Industriegesellschaften, die nicht 1 Million Kapital werth waren, um sie emittiren zu dürfen, einfach irgend ein Objekt zugenommen worden ist, vielleicht bei einer Maschinenfabrik noch ein kleines Grundstück von ein paarmal hunderttausend Mark, um das Kapital auf 1 Million abzurunden, oder es etwas über 1 Million zu bringen, oder daß man gesagt hat: wir werden der Gesellschaft einfach einen größeren Betriebsfonds lassen. Wir haben früher ganz solide Gesellschaften mit kleinem Kapital gehabt, die heute auch noch existiren.

Vorsitzender: Je kleiner das Kapital, desto größer zuweilen die Neigung und der Anreiz der Gründer zu Agiogewinn.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, ob er es für ein wirthschaftliches Bedürfniß ansieht, kleinere industrielle Etablissements in Aktiengesellschaften umzuwandeln, oder ob nicht der Verwaltungsapparat der Aktiengesellschaft ein so theurer ist, daß eigentlich im wirthschaftlichen Interesse diese Geschäftsform nur von größeren Unternehmungen gewählt werden sollte. Wenn der Herr Sachverständige diese Auffassung theilen sollte, möchte ich weiter fragen, ob man nicht der Gründung kleiner Aktiengesellschaften durch die Erhöhung des Minimalbetrages für die Zulassung zur Börse entgegentreten könnte?

Sachv. **Kussel:** Da erlaube ich mir, Herrn Geheimrath Gamp zu erwidern, daß ich die Gründung von Aktiengesellschaften oftmals ja für ein wirthschaftliches Bedürfniß halte. Es kommen Fälle im Leben vor, wo jemand ein ganz

gutes Geschäft hat, er hat Töchter und Söhne und will nun, um ein Beispiel anzuführen, etwas baares Geld aus der Sache herausziehen, um vielleicht die Töchter verheirathen zu können; vielleicht eignen sich die Söhne nicht zum Fortbetrieb des Geschäfts, sie werden Offiziere oder Beamte, und nun sagt er: ich will mein Geschäft verkaufen, ich habe ein gutes Geschäft, das lasse ich ummodeln in eine Aktiengesellschaft oder es kommt ein Konsortium, das mir die Sache gleich abnimmt, oder aber, wenn die Sache rentirt, übernehme ich die Aktien selbst — wir haben ja die sogenannten Familiengründungen — dann bin ich in der Lage, die Aktien an den Markt zu bringen und meinen Kindern ratirlich zuzutheilen, während er die Fabrik vorher nicht ratirlich vertheilen konnte.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Hat die Gesetzgebung nicht für diesen Fall dadurch Fürsorge getroffen, daß das Gesetz, betreffend die Einführung von Gesellschaften mit beschränkter Haftung, in solchen Fällen zur Anwendung gebracht werden könnte?

Sachv. **Kussel:** Da muß ich gestehen, daß ich diese Gesetzgebung, betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, nicht genügend kenne, um hier ein Urtheil abgeben zu können. Das ist eine neue Sache, und ich möchte doch nur über solches Material sprechen, das ich beherrsche. Ich kenne das zu wenig, um zu sagen, ob das vielleicht gleichbedeutend mit dieser Form oder ein Ersatz dafür ist.

Vorsitzender: Einzelne von den Herren Sachverständigen wollten bis zu 3 Millionen hinaufgehen. Sie meinten, es müßte ein größeres Interesse vorliegen, wenn man solche Papiere überhaupt zum Handel zulassen sollte. Andere wieder hielten 1 Million für genügend.

Sachv. **Kussel:** Ich halte 1 Million auch für genügend. Es kann unter dieser Form eine ganz solide Gesellschaft gegründet werden und mit mehr als 3 Millionen vielleicht eine recht unsolide. Das hat die Erfahrung gelehrt.

Vorsitzender: Wollen Sie die Beifügung der Verträge über die Uebernahme bestimmter Dinge bei dem Prospekt?

Sachv. **Kussel:** Ja, der Gründungsvorgang muß ja wohl jetzt schon veröffentlicht werden, und es werden ja auch jetzt schon Sachverständige bei dem Vorgang der Gründung ernannt. — Ich sehe von einer Aenderung keinen Vortheil.

Vorsitzender: Von mehreren Seiten wurde empfohlen, man solle die Verträge und auch den Revisionsbericht an irgend einer leicht zugänglichen Stelle auslegen, damit jeder, der sich dafür interessirt, Gelegenheit hat, nachzusehen.

Sachv. **Kussel:** Es könnte vielleicht an der Börse angeschlagen werden: da und da einzusehen.

Vorsitzender: Das würden Sie für nützlich halten?

Sachv. **Kussel:** Das würde ich für ganz nützlich halten, überhaupt möglichst Publikation.

Vorsitzender: Dann kommt die Frage, über die Sie schon gesprochen haben, ob die Zulassung von Aktien vom Verlaufe eines gewissen Zeitraumes seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll.

Sachv. **Kussel:** Jawohl, Herr Präsident. Da befürworte ich, daß vielleicht zwei Bilanzen veröffentlicht sein müssen, also zwei Jahre erst vergangen sein müssen. Dann kann man sich aus zwei veröffentlichten Bilanzen ein Bild machen, — wenn die Bilanzen sonst ehrlich sind — ob die Sache überhaupt würdig oder werth ist gekauft zu werden, während man sich bisher auf die Angaben verlassen muß, die

im Prospekt gemacht werden, und die ja natürlich immer schönfärberisch lauten, denn derjenige, der etwas an den Markt bringt, wird es ja doch nicht selbst herabsetzen.

Vorsitzender: Fürchten Sie nicht dadurch eine zu starke Einschränkung der Geschäftsthätigkeit?

Sachv. **Kussel:** Ich spreche ja eigentlich insofern gegen mein Interesse, als ich ja selbst zu den kleinen und nicht so potenten Firmen gehöre, wie heute die Diskontogesellschaft und unsere ersten Häuser; aber ich würde es für keinen Nachtheil halten, wenn etwas weniger gegründet würde und diese Gründungen etwas weniger überhastet an den Markt kämen. Dadurch kann die sogenannte große Zeit, die sich nachher bei nüchterner Betrachtung nicht als solche herausstellt, und die nachher den furchtbaren Katzenjammer im Gefolge hat, weniger benutzt werden.

Vorsitzender: Das Risiko der Uebernahme wird aber dadurch vermehrt.

Sachv. **Kussel:** Dann wird ja dem vielleicht ein bischen mehr Rechnung getragen, was Herr Geheimrath Gamp wünscht, daß nicht so viel gegründet wird, daß nicht heute gesagt wird: Komm her, ich übernehme Deine Fabrik, morgen habe ich sie schon umgewandelt.

Vorsitzender: Das wäre ein anderer Punkt, der Zwischenraum zwischen der Veröffentlichung des Prospekts und dem Erscheinen an der Börse.

Sachv. **Kussel:** Ich weiß nicht, wie die andern Sachverständigen sich geäußert haben. Ob es nun gerade zwei Jahre sein müssen, das ist ja ein technisches Detail, aber ich möchte doch gern eine gewisse Zeit darüber vergangen sehen. Ich habe auch einmal eine Gründung, respektive Fusion mit einer andern Gesellschaft mitgemacht, ich selbst habe keine wirthschaftlichen Nachtheile davon erlitten, aber ich hätte es doch vom wirthschaftlichen Standpunkte für richtiger befunden, wenn man der Gesellschaft eine gewisse Lebensdauer gegönnt hätte, vielleicht etwa 2 Jahre — —

Vorsitzender (einfallend): Das würden Sie für nützlich halten? Die große Mehrzahl der kaufmännischen Sachverständigen sind dagegen, aber einzelne Stimmen waren doch für ein Jahr.

Sachv. **Kussel:** Herr Präsident, ich glaube, ich bin ja auch vielleicht einer der wenigen Sachverständigen, die selbst in der Beziehung noch recht integer sind. Ich habe weder gegründet, noch dergleichen, ich habe aus solchen Geschäften keinen Vortheil gezogen, ich bin vielleicht deswegen, weil ich manchmal der Geschädigte war, ein bischen eingenommen dagegen. Es werden ja die einzelnen Werthe publizirt, es sind ja immer die Taxen der vereideten Taxatoren, aber ich weiß nicht — — —

Vorsitzender (unterbrechend): Würden Sie das nun auf Industriegesellschaften beschränken?

Sachv. **Kussel:** Ich wollte es auch auf Banken ausdehnen. Die Eisenbahnen möchte ich eigentlich anders behandelt sehen, weil die Eisenbahnen Dinge sind, die doch schon dem Ressort des Verkehrsministers unterliegen und ein gewisses öffentliches Interesse haben. Zum Beispiel bei dem neuen Kleinbahngesetz liegt doch ein gewisses größeres öffentliches Interesse vor, als wenn zweifelhafte Banken gegründet werden oder sonst ein zweifelhaftes industrielles Unternehmen. Da finde ich, daß ein öffentliches Interesse doch viel weniger vorliegt.

Vorsitzender: Bei Industriegesellschaften und Banken halten Sie ein Jahr für genügend?

Sachv. **Kussel:** Jawohl.

Ich möchte hier gleich bemerken, Herr Präsident — ich weiß nicht, ob der Punkt noch kommt —, daß auch bei Kapitalserhöhungen — — —

Vorsitzender (einfallend): Zu dieser Frage — ob bei Kapitalserhöhungen ebenfalls ein Prospekt erforderlich ist — gelangen wir später. Zunächst kommen wir nun auf die Frage der Verantwortung, die wir vorhin gestreift haben; da wollen Sie eine Garantie — — —

Sachv. **Kussel** (einfallend): Ich bemerke: nur bei Anleihen. Bei Industriepapieren kann sich jeder selbst vorsehen, denn jeder, selbst der kleinste Kapitalist und Sparer weiß, daß mit Bank- und Industrieaktien ein gewisses Risiko verknüpft ist.

Vorsitzender: Glauben Sie, daß große Institute für den Gewinn bei der Emission, der ja oft nicht so groß ist, die ganz gewaltige Garantie auf Jahre hinaus übernehmen sollen?

Sachv. **Kussel:** Entschuldigen Sie, Herr Präsident, erstens bin ich anderer Meinung. Ich glaube, daß die Gewinne ganz eminent sind, daß die großen Dividenden, die vertheilt worden sind, nicht an dem regulären Provisionsgeschäft mit $^1/_2$ pro Mille Provision verdient worden sind, — dazu stehe ich selbst zu lange in den Dingen, um zu wissen, wie wenig dabei herausschaut, namentlich bei den enormen Spesen der großen Institute, sondern ich glaube, daß die großen Verdienste gerade im Emissionsgeschäft erzielt worden sind und daß das deshalb gerade das Gebiet ist, welches mit Vorliebe von den großen Instituten kultivirt wird, und daß dadurch recht zweifelhafte Geschäfte unterlaufen, daß sie sagen: Herr Gott, das Geschäft ist so schön, daß ich es mir nicht entgehen lassen möchte, und wenn ich es nicht mache, macht es morgen einer in Paris, oder in Wien, oder eine andere Gruppe. Es wäre ja so schön, wenn bulgarische Papiere auch an der Berliner Börse gehandelt werden, und es sind vielleicht 10 bis 20 Prozent dabei zu verdienen. Ich will es nicht als Thatsache hinstellen, aber es ist mir vor langen Jahren einmal von jemand, der Bescheid wissen wollte, gesagt worden — ich will nicht Namen nennen, damit sich niemand den Konner herstellen kann —, es sollen bei einer Anleihe 20 Prozent verdient worden sein.

(Zuruf: Enorm!)

Sie sollen sogar, damit Sicherheit für die erste Zinszahlung war, vielleicht für 2 oder 3 Jahre den Betrag für die Zinsen zurückbehalten haben, sodaß der Staat für eine 5prozentige Anleihe zu 84 schließlich nur ungefähr 60 bekommen hat.

Es liegt ja dadurch gewissermaßen doch eine Gefahr vor für einen Staat, der sich momentan in Verlegenheit befindet, der Geld aufnehmen will. — Er thut es vielleicht à tout prix, wie sonst jemand, der in Schulden und Verlegenheiten steckt und denkt vielleicht: das wird schon geben und die Verpflichtungen wirst du erfüllen können. — Ich erlaube mir, darauf aufmerksam zu machen, daß meiner Ansicht nach ein Vermögen, wie z. B. das, welches die Firma Baring Brothers, die an einer solchen Anleihe zu Grunde gegangen ist, erworben hat — man taxirt das in Fachkreisen auf 25 Millionen Pfund Sterling — nur erworben werden kann gerade durch Anleihen mit sogenannten exotischen Staaten und gerade die Firma Baring Brothers, die bekanntlich mit Uruguay und Paraguay und Argentinien und Griechenland und Portugal und wie diese südamerikanischen und südeuropäischen Staaten alle heißen, große Anleihen abgeschlossen hat, die auch die Buenos-Ayres Wasserwerks-Aktien emittirt hat, auf denen sie schließlich sitzen geblieben ist und die auch die Verlegenheiten des Hauses herbeigeführt haben — gerade diese Firma zeigt, daß bei diesen Anleihen so viel Geld verdient wird — wenn auch für die Kommissionäre, die die Geschäfte

zuführen über London und Paris, manches abgeht — daß da ein erheblicher Nutzen bleibt, so daß das wohl ein Anreiz ist, solche Anleihen herauszubringen, und gerade darum lege ich Werth darauf und werde, soweit meine Kraft reicht, sehen, ob ich damit durchdringen kann, daß wenigstens für eine Reihe von Jahren eine selbstschuldnerische Bürgschaft übernommen wird.

Vorsitzender: Für die Zahlung der Zinsen?

Sachv. **Kuffel:** Für die Zahlung der Zinsen, die stipulirten Ausloosungen u. s. f. Es würde sich dann vielleicht mancher vorsehen, solche Emissionen, die oft ein bedeutendes Kapital ausmachen, zu riskiren und das würde nicht zum Schaden des Publikums und der ganzen Menschheit gereichen.

Vorsitzender: Das ist aber ganz etwas Neues. Das wird in keinem Staate gefordert.

Sachv. **Kuffel:** Es ist eine neue Idee, Herr Präsident, die in meinem Kopfe entstanden ist und die vielleicht etwas absurd klingen mag. Ich will mich gern fügen, wenn die Herren mir sagen, was die anderen Sachverständigen geäußert haben.

Vorsitzender: Die anderen Herren hatten sich meist nur für das Prinzip der Haftung für Genauigkeit und Vollständigkeit der gemachten Angaben mit der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes erklärt.

Sachv. **Kuffel:** Ja, Herr Präsident, ich weiß nicht, ob das mit der Sorgfalt eines ordentlichen Bankhauses übereinstimmt, wenn es die Aktien einer portugiesischen Anleihe emittirt, also einer fundirten Anleihe, und zwar einer Tabaksanleihe, und circa 14 Tage oder 4 Wochen später derselbe Staat offiziell den Staatsbankerott erklärt, indem er nicht mehr die Koupons bezahlt. Da möchte ich fragen, wo liegt denn da die Bürgschaft dafür, daß die Leute sich in geeigneter Weise darum bekümmert haben? Sie mögen ja falsch berichtet sein. — Ich will dem betreffenden Emissionshause nicht einmal die Schuld zuschieben, denn in dem Moment, wo der Staat eine Anleihe erlassen will, wird der Finanzminister vielleicht auch ein schön gefärbtes Budget vorlegen, das nicht den Thatsachen entspricht, aber mittlerweile ist doch der Privatmann in einer sehr traurigen Verfassung. — Ich halte Herrn Direktor Kämpf für einen der ehrenwerthesten Herren der Berliner Börse und glaube nicht, daß er wissentlich jemand um einen Pfennig kränken wird, aber er ist falsch berichtet worden, und dafür muß die Bank meiner Ansicht nach aufkommen, entweder, indem sie die Sachen zum Emissionspreise zurücknehmen oder für die Zinsen eine gewisse Zeit bürgen muß. Dann würde vielleicht die Ankündigung anders ausgefallen sein, man hätte vielleicht die Anleihe überhaupt nicht gemacht, denn nach meinem Dafürhalten war überhaupt die Tabaksgesellschaft schon im Allgemeinen den Obligationären verpfändet. Man hat sie nur ausgesondert, um noch einmal vielleicht eine Anleihe zu erlassen.

Vorsitzender: Der Punkt ist schon erörtert. In den Zeitungen ist allerdings diese Behauptung aufgestellt worden.

Sachv. **Kuffel:** Ja, in den Zeitungen war davon die Rede.

Vorsitzender: Für Aktien würden Sie eine solche Bürgschaft nicht empfehlen?

Sachv. **Kuffel:** Bei Aktien liegt es ja anders. Ich gebe ja zu, daß es für denjenigen, der sich bei einer Industriegesellschaft mit einer Million Kapital oder bei Façonschmiede mit 700 000 Mark Kapital betheiligt und den so etwas trifft, wohl ein Malheur ist, aber es ist doch ganz etwas anderes, ob eine Million verloren geht oder eine Milliarde, an der das ganze Volk betheiligt ist, das garnicht hat

spekuliren, sondern sich nur in einen besseren Zinsgenuß bei einem mit 5 Prozent fest verzinslichem Werthe hat setzen wollen.

Vorsitzender: Man würde doch vielleicht auch bei solchen Papieren erreichen, daß die Leute sich vorher erkundigen, daß sie bei der Bekanntmachung mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu Werke gehen.

Sachv. **Kuffel:** Bei jeder Emission.

Vorsitzender: Aber bei Anleihen sollen Sie noch eine besondere Bürgschaft übernehmen?

Sachv. **Kuffel:** Ja, weil die in so enormen Summen emittirt sind und später noch emittirt werden, daß ich geradezu darin eine öffentliche Gefahr erblicke. Eine Ueberschwemmung des Marktes mit solchen Werthen ist nach meinem Dafürhalten eine Gefahr für die Oeffentlichkeit. Da möchte ich scharfe Kautelen geschaffen wissen, um das zu hintertreiben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich glaube, der Herr Sachverständige überschätzt doch die praktische Bedeutung seines Vorschlages. Bei Eisenbahngründungen geschieht es ja wohl ohne Ausnahme, daß die Zinsen für die Bauzeit bereits auf das Kapital geschlagen werden und während zum Bau vielleicht 6 Millionen nöthig sind, vielleicht gleich 7 Millionen zur Zeichnung aufgelegt werden. Die eine Million dient dann dazu, die Zinsen während der Bauzeit zu zahlen. Ich glaube, man würde ähnlich auch in Zukunft operiren, wenn den Emissionsbanken die Verpflichtung auferlegt würde, für eine Reihe von Jahren die Zinsgarantie zu übernehmen. Sie würden dann, statt 50 Millionen Argentinische Anleihe aufzulegen, sich die Zinsen berechnen, die sie während der Zeit eventuell zu zahlen hatten und würden gleich 60 Millionen auflegen und mit dem betreffenden Staat verabreden: ich behalte die 10 Millionen als Depot, bis meine Verantwortung zu Ende ist, und dann gebe ich sie dir heraus. Das würde also zu einer viel größeren Schädigung des inländischen Kapitals führen, indem dann die Emissionsbank in Verbindung mit dem Staat viel größere Summen vom Publikum verlangen würden, als das jetzt der Fall ist, und diese Summen würden an den Staat ausgezahlt werden, sobald die Garantiefrist abgelaufen ist, und der Staat würde dann noch mehr bekommen als jetzt. Ich glaube ganz sicher, daß die Emissionsbanken derart prozediren würden, denn wenn ein Emissionshaus eine zweifelhafte Anleihe einführt, so thut es dies doch immer nur in der sicheren Erwartung, daß sich genügend Dumme, will ich einmal sagen, finden, die die Anleihe kaufen. Das ist doch immer die ganz zweifellose Voraussetzung, die die Emissionsbanken haben, und sie würden dann eben auch bei Portugiesen oder Argentiniern einfach die Zinsen auf das Kapital schlagen und würden eine höhere Summe auflegen als ohne eine derartige Verpflichtung. Ich bin deshalb sehr zweifelhaft, ob dieser Vorschlag irgend welche praktischen Vortheile für das deutsche Kapital haben würde.

Sachv. **Kuffel:** Die Bedenken, die Herr Geheimrath Gamp äußert, können ja in Erscheinung treten. Dann ist meiner Meinung nach aber überhaupt gar nichts mehr geschützt. Dann müßten die Firmen vielleicht überhaupt für die Anleihe aufkommen. So weit möchte ich ja nicht gehen, da unterdessen alle möglichen Umstände in der Welt eintreten konnen. So weit will ich die Verantwortung der Firmen nicht einmal ausdehnen; aber wenn die Regierung und die Firma derart perfide sind, daß sie sagen: schön, ich bin zwar haftbar für die Zinsen, ich will das drauf schlagen, sonst hätte ich 500 Millionen nominal emittirt, jetzt will ich 700 Millionen emittiren, — ja wenn zwei perfide Menschen, der Finanzminister eines solchen Staates und das betreffende

Emissionsinstitut sich direkt zusammenthun, um das Publikum zu täuschen, dann hört es überhaupt meiner Ansicht nach auf, dann schützt kein Gesetz.

Vorsitzender: Sie können also nichts dagegen erinnern, daß das leicht möglich sein wird?

Sachv. **Kuffel:** Gewiß, der Fall kann sehr leicht eintreten.

Professor Dr. **Cohn:** Der Fall, den der Herr Sachverständige vorher genannt hat von dem Berliner Emissionshause, das bei der Emission einer 5 prozentigen Anleihe zum Kurse von 84 volle 20 Prozent verdient hat, ist ein so ungeheuerlicher, daß, wenn er für uns irgend eine Beweiskraft haben soll, es doch nöthig wäre, ihn irgendwie zu präcisiren, uns irgend welche näheren Angaben zu machen, die das Vorkommniß, das an sich sehr unglaublich erscheint, etwas glaubhafter machen.

Sachv. **Kuffel:** Ja, meine Herren, darf ich mir das Wort erbitten? Ich bin doch hier als Sachverständiger geladen und nicht als Denunziant. Ich würde das für wider meine Ehre halten.

Graf **Arnim:** Meine Herren, ich muß darauf hinweisen, daß hier doch mehr oder weniger eine öffentliche Verhandlung stattfindet. Der Herr Sachverständige deponirt hier mit Nennung seines Namens und ich möchte doch glauben, daß er dadurch in die allergrößte Verlegenheit kommen würde, wenn er hier Namen nennen wollte. Ich würde nur dann glauben, daß man ihn zur Nennung von Namen drängen darf, wenn wir die absolute Geheimhaltung der heutigen Verhandlung oder der betreffenden Mittheilung beschließen wollten und jedes einzelne der Mitglieder sich verpflichten wollte über die Sache nicht zu sprechen. Sonst würde ich das Verlangen des Herrn Vorredners im Interesse des Herrn Sachverständigen doch für sehr bedenklich halten.

Vorsitzender: Ich möchte blos fragen: gründet sich die Kenntniß auf eigene Wahrnehmungen?

Sachv. **Kuffel:** Nein, ich habe gesagt, daß ich das gehört habe von Hörensagen; zweitens datirt die Sache 10 Jahre zurück und drittens habe ich um so weniger Veranlassung, Namen zu nennen, als bis heute alles integer ist, alles bezahlt wurde.

Vorsitzender: Meinen Sie etwa Mexikaner?

Sachv. **Kuffel:** Nein, wenn Sie eine derartige Frage mir vorlegen, und es ist nicht der Fall, so kann ich ja sagen: es ist nicht der Fall. Es ist eine andere Anleihe. Aber ich muß erklären, daß ich mich dazu nicht drängen lassen werde, Namen zu nennen. Ich bin hier als Sachverständiger und kann mich nicht in die Lage setzen, mich von irgend jemand in meinem geschäftlichen Leben boykottiren zu lassen, wenn ich Sachen, die ich nicht beweisen kann, — ich kann sie ja nicht beweisen, ich referire sie hier nur — hier vorbringen würde. Herr Präsident Koch meinte vorher, es würde nur ein verhältnißmäßig minimaler Verdienst an auswärtigen Anleihen erzielt. Ich wollte nur konstatiren, daß meine Meinung doch eine andere ist, und daß man die großen Dividenden —

Vorsitzender (unterbrechend): Ich meinte nur im Verhältniß zu einer solchen Garantie klein.

Sachv. **Kuffel:** Im Vergleich zur Garantie ja.

Professor Dr. **Cohn:** Ich habe zunächst nur gewünscht, daß etwas nähere Angaben gemacht würden, eine Denunziation habe ich nicht gewünscht.

Zweitens habe ich aber darauf hinweisen wollen, daß es gefährlich ist, eine so ganz allgemein umschriebene Angabe auf Hörensagen zu machen. Bekanntlich ist die menschliche Phantasie, zumal wenn sie interessirt ist, nirgends ergiebiger als im Gebiete der Zahlen.

Sachv. **Kuffel:** Ich möchte blos Herrn Professor Cohn erwidern, daß ich hier an der Sache gar nicht interessirt bin, denn ich vertrete kein Emissionshaus und bin selbst Börsenmann, also ich spreche, möchte ich sagen, gegen meine Interessen. Ich will als Sachverständiger möglichst herzhaft meine Meinung äußern, nicht für, sondern gegen mein Interesse. Ich habe auch sonst keinerlei Beziehungen zu derartigen Firmen, also ich bin vollständig uninteressirt.

Vorsitzender: Das hat der Herr Professor auch nicht sagen wollen.

Sachv. **Kuffel:** Ich weiß. Aber das werden die Sachverständigen allgemein wissen, daß bei derartigen Emissionen sehr erhebliche Gewinne, — ich will die Zahl zurücknehmen — erzielt werden. Ich muß Herrn Professor Cohn bemerken, daß das damals eine erste derartige Anleihe war und daß das Publikum respektive die Emissionshäuser erst gewonnen werden mußten durch eine große Konzession, die man machte und daß es notorisch ist, daß ein sehr erheblicher Gewinn dabei erzielt worden ist.

Professor Dr. **Cohn:** Ich konstatire, daß Sie die Zahl bereits zurückgezogen haben.

Sachv. **Kuffel:** Ich sagte, ich will die Zahl zurückziehen, weil ich sie nicht beweisen kann.

Geheimer Oberfinanzrath **v. Koenen:** Ich habe auch dasselbe sagen wollen, was Herr Professor Cohn ausgeführt hat.

Graf **Arnim:** Ich wollte nur dagegen erwidern, daß im allgemeinen die Meinung verbreitet worden ist — das hat der Herr Präsident ja auch zum Ausdruck gebracht — daß die Emissionshäuser nur ganz mäßige, geringe Gewinne an diesen Emissionen machen. Das Eigenthümliche an der Sache aber ist, daß alle diejenigen Herren, die gefragt worden sind, ob es sich nicht empfehlen würde, den Uebernahmekurs zu veröffentlichen, sich immer mit der Bemerkung herausgezogen haben, daß das umgangen werden würde.

Daraus ist zu entnehmen, daß die Emissionshäuser sich scheuen, den großen Gewinn, den sie meistens haben, öffentlich mitzutheilen, und um eben diesen großen Gewinn der Oeffentlichkeit vorzuhalten, treffen sie Nebenverabredungen. Das war die Quintessenz der Aeußerungen, die verschiedene Sachverständige machten, die sagten, es würde umgangen werden, wenn wir verlangen würden, daß der Uebernahmekurs veröffentlicht würde. Ich glaube, daß sie damit das bestätigen, was der Herr Sachverständige — ob nun 20 oder 10 oder 15 Prozent verdient wurden — feststellt, — und ich bin für die offene Aussprache des Herrn Sachverständigen sehr dankbar — daß doch sehr erhebliche Gewinne bei Emissionsgeschäften gemacht werden.

Ich möchte noch auf einen Punkt zurückkommen, den Herr Geheimrath Gamp angeregt hat. Ich gebe zu, daß wenn das betreffende Bankhaus eine mehrjährige Zinsgarantie übernimmt, dies dadurch umgangen werden kann, daß der betreffende Staat eine entsprechend höhere Emission macht. Ich behaupte aber, daß immerhin der betreffende Staat dann wenigstens die Zinsen doch auf einige Jahre den Gläubigern bezahlt, und das immerhin schon ein Vortheil ist, daß wenigstens dann auf einige Jahre die Zinsen sicher gezahlt werden, während wir ja die Fälle vor nicht langer Zeit beobachtet haben, wo schon nach wenigen Wochen die Zinszahlung aufgehört hat.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, ich muß doch sagen, bei der Frage, ob der Kurs veröffentlicht werden soll, ist von einer ganzen Anzahl von Herren klar gelegt worden, warum dies den Effekt, den Sie haben wollen, wahrscheinlich nicht haben würde, weil der Kurs zwar der Wahr-

heit gemäß veröffentlicht werden kann, aber eine Anzahl Umstände stattfinden können, die den Gewinn auf eine andere Seite legen, als auf den Kurs und da muß ich nun, entgegen dem Urtheil des Herrn Grafen v. Arnim sagen, daß für mich dieses in der plausibelsten, klarsten und objektivsten Weise eigentlich klar gelegt ist, und ich von Herrn Grafen v. Arnim auch nicht den geringsten Anhalt dafür gehört habe, weshalb er meint, das sei nur geschehen aus dem Interesse der Herren Sachverständigen heraus. Diese Behauptung habe ich aus seinen Ausführungen eben herausgehört, und da will ich doch gleich erwidern,

(Widerspruch des Grafen Arnim)

das hat Herr Graf Arnim gesagt.

Graf **Arnim:** Ich habe — das muß der Herr Präsident mir doch zugeben — nur gesagt, daß aus den Aeußerungen der Herren Sachverständigen, wonach die Publikation des Uebernahmepreises keinen wesentlichen Erfolg haben würde, da dann neue Bedingungen stipulirt wurden, zu entnehmen sei, daß die Sachverständigen doch auch der Ansicht waren, daß die Emissionshäuser recht erhebliche Gewinne erzielen, aber um diesen Gewinn weniger groß erscheinen zu lassen, eben Nebenbedingungen stipuliren. Das ist das, was ich ausgesprochen habe. Ich habe aber die Herren Sachverständigen doch niemals persönlich angegriffen, sondern nur festgestellt, daß die Herren Sachverständigen doch auch der Ueberzeugung zu sein schienen, daß die Emissionshäuser nicht unerhebliche Gewinne machten.

Vorsitzender: Das war wohl der Sinn, ich habe es auch nur so verstanden, wie der Herr Graf sagt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich glaube, es konnte nicht anders verstanden werden, als daß die Aussage der Herren Sachverständigen darauf gestellt sei, daß sie doch mit der eigentlichen Wahrheit nicht heraus wollten.

Vorsitzender: Nein, das Gegentheil ist ja nun durch Herrn Grafen Arnim konstatirt.

Graf **Arnim:** Angesichts dieser Aeußerung des Herrn Geheimrath Frentzel verzichte ich auf das Wort.

Vorsitzender: Wir können dann wohl zu g übergehen. Soll in dem Prospekt der Preis angegeben werden, zu welchem das Papier von dem Emittenten übernommen worden ist — also beispielsweise bei Anleihen? Würden Sie das für zweckmäßig halten?

Sachv. **Kuffel:** Ich würde es für ganz zweckmäßig halten, aber das würde kein ganz genauer Nachweis sein, weil sozusagen Kommissionäre noch dazwischen stehen. Wie ich mir schon vorher zu sagen erlaubte, kann die Anleihe vielleicht nach Berlin mit 70 kommen, ist aber ursprünglich mit 60 dem Lande abgenommen worden. Ich will einmal sagen, dazwischen wären vielleicht englische Kommissionäre, die die Sache vermittelt haben, und es ruhen ja auch auf einem solchen Geschäfte, wie ich anerkennen muß, erhebliche Spesen, also vielleicht Vermittelungsprovisionen, Reisespesen und Druckspesen.

Vorsitzender: Also Sie kommen doch dazu, daß Bestimmungen nicht erlassen werden sollten?

Sachv. **Kuffel:** Wenn es möglich wäre, den Uebernahmepreis anzugeben, würde ich die Frage mit Ja beantworten.

Vorsitzender: Aber Sie würden glauben, daß es nicht sehr wirksam sein würde, weil sich der eigentliche Uebernahmepreis unter allerhand Nebenvortheilen verbirgt.

Sachv. **Kuffel:** Ja, es würde nichts schaden, wenn trotzdem der Preis veröffentlicht wird, dann kann man

wenigstens sehen, wie sich der Uebernahme- und der Emissionspreis verhält und dann kann sich das Publikum ein Urtheil bilden, ob es den Gewinn für berechtigt hält.

Vorsitzender: Von einigen Kaufleuten wurde gesagt, es wäre etwas Ungewöhnliches, daß man den Verkäufer nöthigt, anzugeben, zu welchem Preise er die Waare gekauft hat.

Sachv. **Kuffel:** Wenn ich ein Haus kaufe, so steht doch im Grundbuch auch der letzte Erwerbspreis.

Vorsitzender: Das ist kein Handel.

Sachv. **Kuffel:** Aber wenn ich eine Aktiengesellschaft gründe, muß ich auch den Preis angeben, zu dem ich übernommen habe; ich muß sagen, die Maschinen haben den und den Werth, das wird in die Eröffnungsbilanz eingestellt.

Vorsitzender: Das ist der spezielle Fall der apports, weil man fand, daß große Täuschungen vorkommen; da hat die Novelle zum Aktiengesetz einen Riegel vorgeschoben.

Sachv. **Kuffel:** Ich finde, daß die gröbsten Täuschungen nicht auf diesem Gebiete vorgekommen sind, sondern auf dem Gebiet der exotischen Anleihen.

Vorsitzender: Sie wollen also doch den Uebernahmepreis angegeben wissen?

Sachv. **Kuffel:** Ja!

Geheimer Oberregierungsrath **Gamp:** Würde es nicht genügen, daß eventuell das verstärkte Börsenkommissariat berechtigt wäre, in besonderen Fällen die Angabe des Uebernahmekurses zu verlangen? Bei preußischen Anleihen z. B. würde eine solche Angabe absolut gegenstandslos sein, aber man weiß ja auch, daß Anleihen, die mit anderen Staaten kontrahirt werden, in der Regel nicht gerade so viel abwerfen, wie südamerikanische. Bei dem, was der Herr Sachverständige will, handelt es sich doch immer um Anleihen von zweifelhaftem Werthe,

(Sachv. Kuffel: Jawohl.)

wo ein großer Agiogewinn für das Emissionshaus resultirt. Ich glaube also, es würde auch den Anschauungen, die der Herr Sachverständige sonst geäußert hat, entsprechen, wenn er die Entscheidung in das Belieben des Börsenkommissariats legte und diesem das Recht beilegte, in geeigneten Fällen, vielleicht auch nur ausnahmsweise, die Angabe des Uebernahmepreises zu verlangen. Man würde ja darin dem Herrn Sachverständigen beitreten können, daß für das Publikum unter Umständen in solchen Ausnahmefällen gerade die Kenntniß des Uebernahmekurses sehr wesentlich sein kann für die Beurtheilung der Solidität des Unternehmens und namentlich für die Auffassung, die das Emissionshaus von der Solidität hat. Wenn das Publikum sieht, hier handelt es sich um eine südamerikanische Anleihe, bei der das Emissionshaus 10, 12 Prozent verdient, dann wird es schon von vornherein ziemlich mißtrauisch sein und dieses Mißtrauen wäre ja auch gerechtfertigt.

Sachv. **Kuffel:** Ja, ich bin für die Publikation des Uebernahmepreises.

Vorsitzender: Sie glauben also, es würde nicht genügen, wenn man das dem Börsenkommissariat mittheilt?

Sachv. **Kuffel:** Nein, ich will, daß das Publikum davon erfährt. Sie würden sonst der Kommission eine Verantwortung aufbürden, die sie nicht übernehmen kann.

Vorsitzender: Nun kommt die Frage, ob es sich empfiehlt, den Prospektenzwang auf alle Konvertirungen und Kapitalserhöhungen auszudehnen.

Sachv. **Kuffel:** Da bin ich für die Ausdehnung.

Vorsitzender: Dann kommen wir zu einer Frage, die Sie wohl auch bejahen werden, ob eine längere Frist

zwischen der Veröffentlichung des Prospekts und dem Erscheinen an der Börse liegen soll. Fast alle gehörten Sachverständigen hielten eine Frist von etwa 6—8 Tagen für nöthig, einige Herren wollten sich mit 3 Tagen begnügen.

Sachv. **Kuffel:** Die Frist zwischen dem Aushang des Prospekts und dem Erscheinen an der Börse würde ich auf vielleicht 4 Wochen bemessen. Ich würde für eine längere Frist sein.

Vorsitzender: Warum halten Sie die 8 Tage nicht für genügend?

Sachv. **Kuffel:** Wenn heute einmal die Tendenz an der Börse für ein paar Tage günstig ist, so stehen sofort so viele Sachen bereit, die man schon fertig hat und die man gleich möglichst schnell an den Markt bringen will. Das muß man doch vielleicht ein bischen zu hintertreiben suchen. Das wurde vielleicht auch im Interesse des soliden Geschäfts der ganzen Sache einen besseren Anstrich geben, und vielleicht auch die Börse wieder in den Augen, in denen sie ja leider verloren hat, zu Ehren bringen.

Vorsitzender: Die Erhöhung des Risikos fürchten Sie nicht?

Sachv. **Kuffel:** Ja, eine Erhöhung des Risikos ist ja dabei. — Vielleicht 14 Tage, 2 Wochen. 3—4 Tage halte ich für zu wenig.

Vorsitzender: Nun kommen wir auf den Handel per Erscheinen. Haben Sie in dieser Beziehung auch Wahrnehmungen gemacht?

Sachv. **Kuffel:** Ja wohl. Ich bin dafür, diesen Handel vor der Zutheilung auf die Subskription ganz zu verbieten, weil man durch künstliche Handelsgeschäfte sehr leicht irrige Anschauungen erweckt. Man läßt durch Scheinmanöver oder irgendwie ein Papier mit 30, 40, 50 Prozent Agio an der Börse handeln und veranlaßt dadurch das Publikum zu dem Glauben, daß die Sache einen großen Anklang gefunden hat. Dadurch werden die Zeichnungen plötzlich erhöht. Mancher, der vielleicht 1 000 Mark reell erwerben will, zeichnet 50 000, und es wird scheinbar ein großer Erfolg erzielt.

Vorsitzender: Dies hat ja zu der Stellung der Frage geführt.

Sachv. **Kuffel:** Ich bin dafür, den Handel vor der Zutheilung zu verbieten.

Vorsitzender: Den Handel wird man wohl nicht verbieten können?

Sachv. **Kuffel:** Den offiziellen Handel; wenn heute zwei Leute privatim kontrahiren, kann man nichts dagegen haben.

Vorsitzender: Aber die amtliche Notiz wollen Sie verbieten?

Sachv. **Kuffel:** Ja.

Vorsitzender: Andere glauben wieder, daß ein solcher Handel doch etwas ganz gesundes enthalten könnte, und nahmen deswegen Anstand, sich für das Verbot auszusprechen; aber Sie meinen doch, daß das Nachtheilige und Ungesunde dabei überwiegt?

Sachv. **Kuffel:** Ich glaube, daß das Ungesunde oft dabei größer ist.

Vorsitzender: Nun kommen wir zu der Frage des Terminhandels. Das ist ein schwieriges Thema. Ich ersuche, sich zunächst über die Entstehung des Terminhandels, über die Bevölkerungsklassen, die sich dabei betheiligen, über die Vortheile und Nachtheile und darüber zu äußern, inwiefern es sich empfiehlt, den Terminhandel einzuschränken.

Sachv. **Kussel:** Der Terminhandel hat sich hauptsächlich dadurch herausgebildet, daß man Effekten, die in größeren Summen bestehen, also in erster Reihe Valuten, Staatsanleihen, Anleihen fremder und hiesiger Staaten, dann Industrieaktien, Eisenbahnaktien bei sehr großem Aktienkapital, die Chance schaffen wollte, sie schnell unterzubringen, um nach oben oder unten eine Chance ausnutzen zu können, die vielleicht die Zukunft giebt, z. B. bei politischen Ereignissen, daß sich jemand sagt: Ich habe 100 000 Mark Diskontokommandit oder 1 Million Frank italienischer Rente, wenn ich die auf den Kassenmarkt werfe, würde ich den Markt damit demoliren, während ich sie im Ultimoverkehr, der ja bei derartigen Papieren immer ein bischen international geregelt ist, sehr leicht los werde; sollte aber der Kurs heruntergehen, und ich will sie nicht abgeben, so kaufe ich sie zurück und behalte meine Rente. Ich meine, dadurch hat sich im Laufe der Zeit ein Ultimoverkehr herausgebildet.

Nun will ich ja zugeben, daß auch manches Papier in den Ultimoverkehr eingeführt worden ist und gehandelt wird, um nur die Sachen schneller und besser in die Börse und in das Publikum hineinlanciren zu können, und ich will ja nicht sagen, daß das immer ein unberechtigtes Motiv war. Wollte man eben Papiere, von denen große Summen existiren, nur auf den Kassamarkt verweisen, so würden sie schwer auf einmal unterzubringen sein. Im Ultimoverkehr werden ja bekanntlich 100 000 Thaler leichter untergebracht als im Kassaverkehr 10 000 Thaler. Deshalb hat sich ein Ultimoverkehr gebildet. Außerdem dürfen ja nur Papiere per ultimo gehandelt werden, bei denen sich zunächst im Kassaverkehr das Bedürfniß herausgestellt hat, und wo das Börsenkommissariat zustimmt.

Auf die Frage, welche Erwerbsgruppen sich vorzugsweise am Terminhandel betheiligen, und ob derselbe für sie ein wirthschaftliches Bedürfniß erfüllt, kann ich sagen, daß z. B. für Börsenleute wohl ein wirthschaftliches Bedürfniß zum Ultimohandel bestehen kann, daß ich aber freilich diese Ausdehnung, die das Ultimogeschäft speziell in den letzten Jahren erreicht hat, für wenig erquicklich und entschieden für wenig vortheilhaft für das große Publikum halte. Trotzdem ich ja freilich etwas dabei verlieren würde, hat doch der Ultimohandel auch so viel Uebles im Gefolge, daß ich der Meinung bin, jeder ehrliche Bankier wird vielleicht zufrieden sein, wenn dieser ganze Ultimohandel auf gewisse Erwerbsklassen, auf gewisse wirthschaftlich selbstständige Personen beschränkt wird.

Vorsitzender: Machen Sie nun die Erfahrung, daß viele wirthschaftlich unselbständige Personen sich am Terminhandel betheiligen?

Sachv. **Kussel:** Ja wohl, die Erfahrung habe ich leider gemacht, daß Portiers, Hausdiener, Budiker, Bierkutscher, also Leute des niedrigsten Standes, auch Angestellte, Geschäftsleute, die eine kleine Erbschaft gemacht haben, Landleute und alles mögliche, um schnell in der sogenannten großen Zeit etwas zu verdienen, vielleicht auch durch Freunde oder Bekannte, die etwas verdient haben, angestachelt, sagen: Ich möchte auch einmal mein Glück versuchen, ich möchte einmal ein paar tausend Mark dafür anlegen, sie gehen hin zum Bankier, geben Depot und versuchen ihr Glück.

Nun bin ich ja dafür, daß, wenn einmal ein solches Geschäft geschlossen ist, es auch gehalten werden muß — ich glaube, der Punkt kommt ja noch später zur Sprache — ich möchte aber das Ultimogeschäft, das Zeitgeschäft auf sogenannte wirthschaftlich selbständige Personen beschränkt sehen. Es ist ja für mich schwer, das zu definiren. In erster Reihe möchte ich korporirte Kaufleute und alle eingetragenen Firmen, alle Waarenhändler zulassen, denn ein eingetragener Kaufmann muß die Tragweite seiner Handlungen zu beurtheilen wissen.

Vorsitzender: Auf die möglichen Einschränkungen kommen wir noch zurück. Es wird zunächst gefragt, ob die Nachtheile des Termingeschäfts beim Kassageschäft vermieden werden

Sachv. **Kussel:** Nein, die würden nicht vermieden werden. Meines Erachtens würde das Verbot des Ultimogeschäfts ein so wildes Spiel und eine so wilde Spekulation im Kassageschäft anfachen, daß das vielleicht noch schlimmer wäre, als das Ultimogeschäft, weil es weniger zu übersehen und weniger zu reguliren ist, und eine plötzlich eintretende Katastrophe vielleicht noch viel schlimmer ist. Wenn im internationalen Verkehr jetzt durch die Arbitrage in ausländischen Renten und Valuten irgend welche Summen nach dem Auslande geschoben werden können, so wird doch immer noch ein besserer internationaler Ausgleich stattfinden, als wenn hier durch ein paar Aufträge 1 000 oder 2 000 Mark bestens die Notiz ganz und gar gedrückt werden kann oder gestrichen würde, weil sich keiner findet, der die Sache kaufen will, denn wenn die Leute dann sehen, heute ist keine Notiz für das Papier, so würden die Befürchtung, die Angst und die Verwirrung noch viel größer sein, statt daß sie vermindert werden soll. In Folge dessen bin ich nicht dafür, daß man die Spekulation auf das Kassageschäft beschränkt, sondern daß man sie auf Zeit ruhig gewahren läßt.

Vorsitzender: Dann würde man überhaupt nicht zu einer Einschränkung speziell dieser Form der Börsengeschäfte kommen. Wenn Sie sagen, im Kassageschäft — — —

Sachv. **Kussel** (einfallend): Ja, darauf will ich nachher noch zurückkommen. Wenn dieses ganze Kassageschäft ebenso gemacht wird, wie es die Herren Sachverständigen von auswärts vorhin betont haben, dann ist jemand mit seinen Mitteln bald festgelegt. Wenn zu mir jemand mit 10 000 Mark Einschuß kommt und eine größere Summe kaufen will, refüsire ich das, weil ich weiß, wenn ich 3, 4 Geschäfte gemacht habe, würde ich festgelegt sein. Um das zu vermeiden, würde ich es refüsiren, während ich Ultimogeschäfte im größeren Umfange ausführen kann. Das sind ja Sachen, die sich im Laufe der Zeit herausstellen, daß jeder sich das überlegt, was er besitzt und sich auch vielleicht einmal ein paar tausend Thaler beim Bankier kreditiren läßt, und daß man ihm den Kredit einräumt.

Vorsitzender: Sie meinen, daß das Kassageschäft schädlicher werden könnte als das Ultimogeschäft?

Sachv. **Kussel:** Ja, wenn man das Kassageschäft in großem Maßstabe betreiben will, halte ich es häufig für noch schädlicher, als das Ultimogeschäft.

Vorsitzender: Dann müßte man das Ultimogeschäft erleichtern?

Sachv. **Kussel:** Ja, erleichtern? ich würde es nicht eingeschränkt wissen wollen für die Leute, die eine Berechtigung haben, die Spekulation auszuüben. Ich will es nur eingeschränkt wissen für wirthschaftlich unselbständige, ungebildete oder derartige Leute, die nicht zu beurtheilen vermögen, welches Risiko sie eingehen, indem sie einen kleinen Einschuß machen.

Vorsitzender: Das wäre ja gewiß sehr nützlich, wenn man diese fern halten könnte. Wenn sich die Leute aber nun der Form des Kassageschäfts zuwenden?

Sachv. **Kussel:** Herr Präsident, das kann man nicht verhindern. Wenn heute ein Bankier sich mit geringem Einschuß begnügt, und er hat genügendes Kapital und sagt: Ja, mir genügt das, ich kaufe ein Industriepapier, das 120 steht bei einer Anzahlung von 20 — das kann niemand verhindern.

Vorsitzender: Dann haben Sie auch mit der Einschränkung des Termingeschäfts wenig erreicht.

Sachv. **Kussel:** Ich will nur das mit meinem Vorschlage erreichen, daß Differenzgeschäfte mit wirthschaftlich unselbstständigen Personen, die durch das Gesetz ganz genau bezeichnet werden sollen, nicht gemacht werden sollen. Ich kann das nicht so genau definiren. Wenn jemand ein ganz angesehener Mann ist und doch keine eingetragene Firma hat, dann dürfte er nicht per Ultimo kaufen, während vielleicht ein Engrosschlächter, der eine eingetragene Firma hat, dazu berechtigt sein würde. Das ist schwer zu definiren.

Vorsitzender: Wir kommen darauf noch später zurück.

Geheimer Rath Professor Dr. **von Cuny:** Ich habe doch wohl recht verstanden? Vorhin deutete der Herr Sachverständige an, daß sich eine solche Einschränkung herbeiführen ließe, indem man indirekt die wirthschaftlich Unselbstständigen dazu zwingt, höhere Einschüsse zu machen. Ich glaube den Herrn Sachverständigen neuerdings dahin verstanden zu haben, daß er in solchen Fällen die Klagbarkeit versagen will.

Sachv. **Kussel:** Gewiß, die Klagbarkeit von Differenzgeschäften, welche wirthschaftlich schwachen Personen untersagt werden sollen.

Vorsitzender: Nr. 6 regt an, ob es sich empfiehlt, den Terminhandel einzuschränken oder die Zulassung zum Handel und zur Kursnotirung von gewissen Voraussetzungen, z. B. einem hohen Mindestkapital der emittirten Papiere oder der Genehmigung der Staatsbehörde abhängig zu machen. Würden Sie sich diese Auffassung aneignen?

Sachv. **Kussel:** Ich würde vorschlagen, also bei Bergwerks- und den übrigen Industriepapieren, auch bei Eisenbahnaktien einen Mindestbetrag von 20 Millionen Mark für den Ultimohandel.

Vorsitzender: Also nur für solche Aktien?

Sachv. **Kussel:** Für Bergwerks-, Industrie- und Eisenbahnaktien.

Vorsitzender: Ich glaube, seine Berechtigung hat der Terminhandel doch aber auch?

Sachv. **Kussel:** Ja wohl, Herr Präsident. Es sind beispielsweise Konjunkturen vorhanden, die jemand, der vielleicht nicht das Kapital hat, aber doch die Intelligenz, dazu veranlassen können, sie durch Spekulation auszunutzen, und ich sehe nicht ein, warum er daran gehindert werden soll.

Vorsitzender: Es fragt sich nur, wie wir dem eigentlichen Börsenspiel entgegenwirken können. Die erste Frage lautet dahin, ob Differenzgeschäfte unklagbar sein sollen.

Sachv. **Kussel:** Herr Präsident, ich bin dafür, daß jedes Differenzgeschäft, wenn es gemacht ist, auch klagbar ist. Es würde sonst jede kaufmännische Ehre, Treu und Glauben mit der Zeit schwinden. Denn dann könnte man dasselbe sagen, wenn jemand sich ein Terrain kauft und die Sache nachher schlechter ausfällt als er glaubt. — — — —

Vorsitzender: Es besteht doch wohl ein Unterschied des reellen Geschäfts von dem reinen Differenzgeschäft?

Sachv. **Kussel:** Herr Präsident, ich kann nicht das reine Differenzgeschäft von dem berechtigten Ultimohandel unterscheiden, es bieten sich mir keine Merkmale.

Vorsitzender: Sie glauben also, es giebt keine?

Sachv. **Kussel:** Im Großen und Ganzen nicht. Wenn ein Privatkunde zu dem Bankier kommen würde, der so und so viel einzahlt, und dieser fragen würde: Sind Sie auch in der Lage, per ultimo die Differenz zu zahlen, so würde man sagen: Das ist eine unverschämte Frage.

Vorsitzender: Die Gerichte haben nichtsdestoweniger reine Differenzgeschäfte für unklagbar erklärt.

Sachv. **Kuffel:** Das entspricht meiner Rechtsauffassung nicht.

Vorsitzender: Ist das reine Differenzgeschäft nicht aus dem Umstande zu schließen, daß der Mann dem Bankier als unvermögend bekannt gewesen ist?

Sachv. **Kuffel:** Das ist oft nicht möglich. Es wird vom Publikum sehr viel gesündigt in dieser Hinsicht. Mir ist der Fall selbst passirt, es hat jemand seine Differenz nicht voll bezahlen können, den ich für wirthschaftlich ganz gut situirt gehalten habe. Nachher hat es sich herausgestellt, der Mann hat 4 bis 5 andere Bankverbindungen gehabt. Das kann ich ihm nicht ansehen. Er giebt mir eine Ordre und macht bei einem anderen Bankier das Gegengeschäft. Ein Bankier kann unmöglich den Einspruch des Differenzgeschäfts machen und, wo er zu zahlen hat, sagen: Ich wollte nur spielen.

Vorsitzender: Wie steht es aber im Falle ausdrücklicher Abrede?

Sachv. **Kuffel:** Herr Präsident, solche kommt nicht vor. Ich bin 24 Jahre im Geschäft, mir ist das nicht vorgekommen. Es kommt niemand zum Bankier und sagt: Ich möchte bei Ihnen spielen oder wetten. Wir haben keinen Totalisator, wir haben nur ein Kommissionsgeschäft und führen die Ordres aus.

Vorsitzender: Wir kommen nun zu der Frage, ob man gewisse subjektive Beschränkungen einführen soll.

Sachv. **Kuffel:** Jawohl.

Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu dem Punkte der Handelsangestellten?

Sachv. **Kuffel:** Ich stimme dem zu.

Vorsitzender: Würden Sie eine bestimmte Begrenzung empfehlen?

Sachv. **Kuffel:** Das ist sehr schwer, das möchte ich den Herren Juristen überlassen. Ich habe schon als Beispiel angeführt, es kann ein Herr, der Grundbesitzer ist, und keine eingetragene Firma hat und 10 000 Thaler Diskontokommandit kaufen will, refüsirt werden, weil er keine eingetragene Firma hat, während jemand, der ein kleines Geschäft hat, weil er seine Firma hat eintragen lassen, dazu berechtigt wäre, und es ist hier sehr schwer, eine Grenze zu finden. Wie gesagt, ich möchte das den Herren Juristen überlassen.

Vorsitzender: Es ist von juristischer Seite vorgeschlagen worden, zu dem Zwecke eine Eintragung in das Handelsregister einzuführen. Alle Leute, welche solche Geschäfte machen, sollen genöthigt sein, sich zu diesem Zwecke eintragen zu lassen, und außerdem Börsenbesucher zu werden. Diese Bedingungen müßten vereinigt sein, um giltige Termingeschäfte abzuschließen.

Sachv. **Kuffel:** Dann müßte die Börse zwanzig, dreißig mal so groß sein, wie heute, wenn alle Privatpersonen zugelassen werden sollten, welche solche Spekulationsgeschäfte machen wollen.

Vorsitzender: Nichtsdestoweniger sind Sie doch für eine gewisse Einschränkung?

Sachv. **Kuffel:** Gewiß.

Vorsitzender: In welcher Richtung?

Sachv. **Kuffel:** In der Richtung, daß Geschäfte mit Handelsangestellten nicht abgeschlossen werden dürfen, um Veruntreuungen unmöglich zu machen, und ebensowenig mit anderen wirthschaftlich unselbstständigen Leuten. Ich kann das nicht genau definiren, z. B. Portiers, Hausdiener u. s. w.

Vorsitzender: Gesinde also?

Sachv. **Kuffel:** Gewiß, überhaupt alle Leute, die nicht ein eigenes Geschäft betreiben. Ich bin indeß nicht dafür,

daß solche Geschäfte unklagbar sein sollen. Hat jemand bezahlt, dann muß es auch anerkannt werden. Wenn ich z. B. eine Wette eingehe und bezahle sie, so habe ich sie damit anerkannt, ob sie berechtigt ist oder nicht. Natürlich, wenn ich sage: Ich habe hier 100 Mark verwettet, hier hast Du 100 Mark Stadtobligationen vorläufig, dann kann man sie auch zurückverlangen; ich habe nicht bezahlen, sondern nur vorläufige Sicherheit geben wollen.

Vorsitzender: Das wäre eine Mittelstufe. Sie wollen also die gestellte Sicherheit zurückfordern lassen?

Sachv. **Kussel:** Nur in dem Falle, daß etwas bezahlt ist, dann muß es auch anerkannt werden und ist damit erledigt, selbst wenn es ein nicht berechtigtes Geschäft war.

Vorsitzender: Die Jurisprudenz macht hier keinen Unterschied. Wenn ein Geschäft für nichtig und deshalb unklagbar erklärt wird, dann muß auch die gestellte Sicherheit zurückgegeben werden.

Sachv. **Kussel:** Unklagbarkeit würde ich nur so weit zugeben, daß, wenn jemand ein genügendes Depot, genügende Baareinschüsse gemacht hat, und nun eine Differenz entstanden ist, diese nicht eingeklagt werden kann, um den Mann nicht weiter wirthschaftlich zu ruiniren. Wenn er aber freiwillig bezahlt hat, so hat er damit das Geschäft anerkannt.

Vorsitzender: Also ein Depot soll nach Ihrer Ansicht nicht zurückgefordert werden dürfen?

Sachv. **Kussel:** Ich würde es nicht für berechtigt halten, gegen Treu und Glauben.

Vorsitzender: Wie denken Sie über die Prämiengeschäfte? Wollen Sie die zulassen?

Sachv. **Kussel:** Diese Geschäfte sind sehr viel angegriffen worden, haben aber andererseits auch etwas gutes schon aus dem Grunde, weil das Risiko ein beschränktes ist. Warum soll man das verbieten? Es will jemand 100 Thaler einsetzen und nicht mehr riskiren; er will nur ein begrenztes Risiko eingehen, das nennt man Prämiengeschäft.

Vorsitzender: Sind Sie der Ansicht, daß der Differenzhandel als solcher bestraft werden soll, ohne Rücksicht auf den Konkurs?

Sachv. **Kussel:** Wenn kein Konkurs eingetreten ist, dann kann jemand mit seinem Vermögen machen was er will.

Vorsitzender: Wie ist Ihre Ansicht über die Frage, ob die Verführung zum Börsenspiel unter Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit anderer bestraft werden soll?

Sachv. **Kussel:** Herr Präsident, das ist schwer zu entscheiden. Ist es z. B. eine Verleitung, wenn jemand eine Annonce erläßt: „Ich mache Zeit- und Prämiengeschäfte zu kulanten Bedingungen", und es kommt daraufhin jemand, der mit ihm Geschäfte macht?

Vorsitzender: Das würde eine Thatsachenfrage sein. Der Bankier müßte sich eben die Leute ansehen.

Sachv. **Kussel:** Das weiß man eben nicht immer, ich kenne sehr oft den Mann nicht. Es kann jemand zu mir kommen, von dem sich nachher herausstellt, daß er tief in Schulden steckt, daß er sehr leichtsinnig und von seinem Vater unter Kuratel gestellt ist u. s. w.

Vorsitzender: Wollen Sie die wissentliche Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit bestraft wissen?

Sachv. **Kussel:** Da könnten wir sehr leicht in Ungelegenheiten kommen.

Vorsitzender: Die Idee an sich aber halten Sie für gut?

Sachv. **Kussel:** Die Idee an sich ist gut, aber die Ausführung ist schwierig, eine Formulirung ist sehr schwer.

Vorsitzender: Es sind hierzu verschiedene Versuche gemacht worden. Der letzte ging von Herrn Senatspräsident Dr. Wiener aus, dessen Formulirung mir augenblicklich nicht zur Hand ist. Dieser Vorschlag ist von einigen Herren gebilligt worden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wünscht der Herr Präsident, daß ich den Vorschlag verlese?

Vorsitzender: Ja, wenn ich bitten darf.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** „Wer ein Gewerbe daraus macht, wissentlich, unter Ausbeutung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit eines anderen denselben zu Börsengeschäften zu verleiten, durch welche er um des Differenzgewinnes willen für seine Vermögenslage unverhältnißmäßig hohe Summen aufs Spiel setzt."

Vorsitzender: Würden Sie glauben, daß eine solche Formulirung praktisch wäre?

Sachv. **Kussel:** Das würde eventuell möglich sein. Da soll es sich doch nur um Geschäfte handeln, die um des Differenzgewinnes willen abgeschlossen werden?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es soll sich nicht blos auf das Zeitgeschäft beziehen, sondern auch auf das Kassageschäft. Für die Unverhältnißmäßigkeit soll nicht der Nominalbetrag der Effekten, sondern das Risiko, das, was über einen eigentlichen Standard des Papiers hinaus das Unentschiedene ist, maßgebend sein. Ich wollte Sie fragen, ob Ihnen solche Fälle bekannt sind? Es wird behauptet, daß in neuerer Zeit auch größere Bankhäuser Agenten hielten, um die Leute zu Zeitgeschäften direkt zu veranlassen, in der Art, daß sie entweder zu ihnen selbst ins Haus gehen, oder sie doch in irgend einer Weise, die über das bloße Schreiben: „Wir sind bereit, Geschäfte zu machen" hinausgeht, anlocken.

Sachv. **Kussel:** Ja wohl, solche Fälle sind mir bekannt. Ich will z. B. das Bankhaus Brest & Gelpcke anführen. Ich bin neulich auf einer Geschäftsreise durch Köln gekommen, ich hatte in Luxemburg zu thun und besuchte einen dortigen Geschäftsfreund, der ein Bankgeschäft betreibt. Wir unterhielten uns über die geschäftliche Lage, und da klagte mir mein Geschäftsfreund sein Leid. Auf meine Frage erwiderte er mir: Wir können nichts machen, Brest & Gelpcke haben einen Agenten in Köln, er hat alle Morgen und Abend seine festen Anstellungen, läuft zu allen Konkurrenten und sucht dort feste Anstellungen unterzubringen — ich weiß nicht, ob den Herren der technische Ausdruck feste Anstellungen bekannt ist —, Brest & Gelpcke sagen z. B.: wir geben 100 000 Diskonto-Kommandit mit 197½ ohne Rücksicht auf den Kurs, wie er am nächsten Mittag ist. Der Agent bezieht dafür die Hälfte oder ein Drittel der Provision der Firma, denn außer den festen Anstellungen rechnet sie ½ pro Mille Provision. Nun ist das ja eine lächerlich geringe Provision. Es läßt sich daraus erkennen, daß die Geschäfte nicht gemacht werden um des Provisions-Gewinnes willen, sondern damit die Leute, weil sie in allen größeren Städten Agenten haben, an der Börse die Kurse machen können, damit sie in der Lage sind, jede Bewegung nach unten oder oben zu reguliren. Wenn zehn solche Offerten gemacht werden, dann haben sie schon eine Million Thaler Diskonto-Kommandit untergebracht, und so werden diese Operationen ausgeführt. Diese Agenten werden für ihre Thätigkeit besoldet und zwar sehr anständig, anständiger als der Bankier, der keine große Provision erzielt.

Vermöge des großen Absatzes kann der Kurs influirt werden, und an der Börse hat das gerade in letzter Zeit großes Aergerniß oder Aufsehen erregt, daß gerade von einer

Firma so verfahren wird, die eigentlich aus einer Bank entstanden ist, die nicht lebensfähig und nur dadurch wieder flott gemacht worden war, daß sie ein Kapital der Handelsgesellschaft im Betrage von 15 Millionen Mark in sich aufnahm, sie hatte Courage, an der Börse vorzugehen, während sich andere vielleicht pessimistischer gezeigt haben. Dadurch hat dieses Bankhaus einen kolossalen Einfluß an der Börse gewonnen, wie ich ehrlich eingestehe, nicht zum Vortheil unser Aller.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das ist doch etwas ganz anderes, als worauf meine Frage gerichtet war. Dies mag für eine kleine Bank unbequem sein, und eine rücksichtslose Konkurrenz. Meine Frage ist aber eine ganz andere. Sie bezieht sich darauf, ob das Publikum insbesondere zu Zeitgeschäften durch Agenten, welche dasselbe animiren, seitens irgend welcher größerer renommirter Bankgeschäfte verleitet werde!

Sachv. **Kuffel:** Das kann ich nicht beantworten, ich habe meine Kenntnisse in der Sache nur durch einen zufälligen Besuch erlangt auf meinem Wege durch Köln. Das Publikum wird vielfach aufgesucht; ob das aber seitens renommirter größerer Bankgeschäfte geschieht, weiß ich nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sind das Zeitgeschäfte, von denen Sie sprechen?

Sachv. **Kuffel:** Es sind Zeitgeschäfte, die offerirt werden. Der Kurs wird fest normirt, telegraphisch, und fest acceptirt.

Vorsitzender: Ergeben sich aus diesen sogenannten festen Anstellungen nicht auch Noch- und Stellagegeschäfte? Das Verfahren des genannten Hauses ist auch in der Presse besprochen worden; die Zeitungen meinten, man könne nichts dagegen machen.

Sachv. **Kuffel:** Es hat an der Börse jeder die Freiheit, so zu handeln, wie er will, wenn es sich mit seinen Mitteln verträgt.

Graf **Arnim:** Ist es dem Herrn Sachverständigen bekannt, daß gerade die Firma Sobernheim solche Geschäfte vorzugsweise und in großem Umfange betreibt, wie sie Herr Senatspräsident Wiener im Sinne hat?

Sachv. **Kuffel:** Ich kenne die Firma Gebrüder Sobernheim nicht genau. Es ist dies eine Produktenfirma. Ich habe mit der Produktenbörse so gut wie gar keine Fühlung, und kann daher keine Auskunft ertheilen. Die Firma macht wohl Spekulationsgeschäfte in größerem Maßstabe, ich weiß aber nicht, für wen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe gedacht, daß diese Frage bei der Behandlung des Produktengeschäftes vorkommen würde, ich behalte mir vor, bei dieser Gelegenheit darauf zurückzukommen.

Vorsitzender: Die Börsensteuer für Termingeschäfte irgend welcher Art zu erhöhen, würden Sie nicht vorschlagen?

Sachv. **Kuffel:** Nein, ich halte sie für hoch genug, sie würde auch jemanden der sonst spielen will, nicht davon abhalten.

Vorsitzender: Haben Sie irgend welche gemeinschädliche Wirkungen in Bezug auf die Schiedsgerichte und die Exekution empfunden?

Sachv. **Kuffel:** Nein.

Vorsitzender: Diese Einrichtungen funktioniren also zur Zufriedenheit?

Sachv. **Kuffel:** Ja wohl, die Schiedsgerichte an der Börse funktioniren zur Zufriedenheit. Außerdem ist niemand verpflichtet, sich ihnen endgiltig zu unterwerfen.

Vorsitzender: Sind nach Ihrer Meinung gemeinschädliche Mängel in den Einrichtungen zur Erleichterung des Abschlusses und der Abwickelung von Termingeschäften also bei den Liquidationskassen u. s. w. hervorgetreten?

Sachv. **Kussel:** Diese Einrichtungen halte ich für sehr segensreich. Wenn diese Liquidationskassen, Kündigungsbureaus u. s. w. nicht beständen, so würde der Unredlichkeit im Ultimohandel Thür und Thor geöffnet sein.

Vorsitzender: Eine staatliche Einmischung würden Sie auch nicht für nöthig halten?

Sachv. **Kussel:** Ich halte sie nicht für nöthig.

Vorsitzender: Wir kommen zu der Frage der Feststellung der Kurse, und das hängt wieder mit dem Maklerwesen zusammen.

Sachv. **Kussel:** Das halte ich für sehr reformbedürftig. Ich halte unsere ganzen Einrichtungen, wenn ich mich in großen Zügen äußern darf, im Ultimo und Zeitgeschäfte nicht für derartig, daß sie eigentlich der Regie der vereideten Makler unterliegen sollten. Ich entsinne mich auch aus der früheren Zeit, als ich anfangs zur Börse ging, daß unsere hauptsächlichsten Spekulationspapiere — Herr Geheimrath Frentzel wird mir das bestätigen können — Kredit, Lombarden und Franzosen, immer im freien Verkehr gehandelt wurden, und die Kurse ohne Mitwirkung der vereideten Makler festgestellt worden sind. Wir haben ja auch Maklerbanken, bei denen man jede Summe sehr koulant handeln kann und wo die Kreditverhältnisse des Einzelnen sehr genau bekannt sind. Ich halte das für eine bessere Institution für Zeitgeschäfte als das Institut der vereideten Makler, weil eigentlich in dem Worte „vereidet“ liegt, daß er nur Makler sein soll. Nun kommt er leider zu oft mit seinem Eide in Kollision. Es ist ihm nicht immer möglich, blos zwischen zweien zu vermitteln, er muß Geschäfte für eigene Rechnung machen, wenn er etwas übrig behält, wenn sich Irrthümer einschleichen, und es zum Streite kommt. Es braucht nur jemand gekauft zu haben, der zugleich verkauft hat, dann muß der Makler übernehmen. Daraus ergiebt es sich daß er Geschäfte für eigene Rechnung machen muß, und selbst, wenn er seinen Namen nicht dazu hergeben will, wenn er einen Strohmann vorschieben will, kann es ihm passiren, daß er keinen findet, wenn er nicht mit einer Firma befreundet ist oder sonst keine Beziehungen hat. Es ist das vielfach nicht anders zu machen.

Vorsitzender: Warum halten Sie das Institut der vereideten Makler nur für das Termingeschäft für ungeeignet, und warum machen Sie einen Unterschied zwischen Termin- und Kassageschäften?

Sachv. **Kussel:** Weil im Kassageschäfte zu einem fixirten Kurse gehandelt wird. Alles, was heut per Kassa an der Berliner Börse gehandelt wird, in irgend einem Papier, zum Beispiel Rumänische Rente und dergleichen wird zu einem bestimmten Kurse gehandelt. Wenn der Kurs auf $97\frac{1}{2}$ fixirt ist, dann hat jeder, der verkauft hat, $97\frac{1}{2}$ zu bekommen und umgekehrt.

Vorsitzender: Halten Sie das Verfahren bei der Feststellung der Kurse für richtig?

Sachv. **Kussel:** Ich halte das Verfahren für gut. Mißbräuche mögen ja auch vorkommen, sie sind aber nicht ganz auszumerzen, daß der Makler selbst übernimmt, wenn es ihm billig erscheint, oder giebt, wenn es ihm zu theuer erscheint. Wenn große Variationen vorkommen, hat man an der Börse die Einrichtung getroffen, daß eine schwarze Tafel aufgezogen wird, worauf das Plus oder Minus notirt wird, und es wird ein Börsenkommissar zugezogen, deren eventuell auch zwei zu funktioniren haben, um das Buch des Maklers zu kontroliren.

Vorsitzender: Also im Kassageschäft halten Sie die Einrichtung im Allgemeinen für zufriedenstellend, nicht aber im Termingeschäfte?

Sachv. **Kussel:** Da möchte ich eigentlich — es ist ein schweres Wort, das ich ausspreche — den vereideten Makler „eliminirt" wissen.

Vorsitzender: Warum?

Sachv. **Kussel:** Es verträgt sich nicht mit der Thätigkeit des vereideten Maklers, er soll die Kurse feststellen, woran er jetzt selbst als Interessent betheiligt ist. Herr Geheimrath Frentzel hat vorhin einen ganz guten Vorschlag gemacht, daß nämlich die Kundschaft zu einem sogenannten Mittelkurse bedient werden kann, wodurch sie gar nicht benachtheiligt wird; ich entsinne mich aus meiner langjährigen früheren Thätigkeit bei der Firma Bamberger — Herr Bamberger ist ja auch als Sachverständiger vernommen worden — daß man stillschweigend die Usance eingeführt hatte, daß bei Zeitgeschäften jeder zum Mittelkurse bedient wurde; war also der Kurs zwischen 197 und 198 notirt, so wurden die Kunden zu 197 1/2 bedient.

Vorsitzender: Es besteht ja hier die Einrichtung der ersten und letzten Kurse.

Sachv. **Kussel:** Der erste Kurs wird auch vielfach influirt und ist nicht immer das Spiegelbild desjenigen, was er vielleicht sein sollte. Speziell, wenn die Umsätze geringer sind, und später eigene Interessen ins Spiel kommen, z. B. bei einem Bergwerkspapier, welches 120 steht; ich gehe zum Makler und sage, ich möchte zum ersten Kurse, aber nicht über 120 für 10 000 Thaler erwerben, und nun kommt ein Gegenkontrahent und sagt, ich möchte von diesem Papiere bestens so viel verkaufen. Wenn zum ersten Kurse ohne Limitum für 10 000 Thaler verkauft worden, so kann es leicht kommen, daß der Makler sagt, er nimmt „bestens" und er will vorläufig 120,10 notiren, dann hat er den Käufer ausfallen lassen; wird die Tendenz besser und der Kurs steigt — das ist eine börsentechnische Sache, ich weiß nicht, ob ich mich verständlich ausdrücke —

(Zuruf: O ja.)

dann hat er eine Gratisspekulation gehabt und bekommt die Kourtage noch dazu. Er hat ein müheloses, angenehmes Geschäft. Die Makler sind meist gut situirte Leute im Laufe der Zeit geworden und die Posten der vereideten Makler sind sehr viel umworben. Geht im anderen Falle der Kurs herunter, liegen sehr viel Ordres vor auf 120, und der Makler sagt dann, die Ordre ist ausgeführt, dann bekommt er 5 Pfennig; 1/2 pro mille Kourtage, 2 mal 5 machen 10 Pfennig Differenz aus, und er hat auf alle Fälle ohne jedes Risiko spekulirt. Aus diesem Grunde halte ich es nicht für so sehr berechtigt, daß von vereideten Maklern auf Zeit gehandelt wird. Ich glaube, daß, wenn wir an die Börse kommen und wissen, in der und der Gruppe werden Diskontkommandit gehandelt, werden Preußische Anleihen, Bergwerksaktien gehandelt, dann können die Kontrahenten ganz leicht unter sich verhandeln resp. unter Zuhülfenahme der Makler, wenn auch der unvereideten Makler. Es kann sich gewiß auch der vereidete Makler betheiligen, aber daß er allein die Kurse zu notiren hat, ist meiner Ansicht nach ein ungerechtfertigter Vortheil, der ihm zufällt.

Vorsitzender: Wie wollen Sie es sonst machen?

Sachv. **Kussel:** Ich suche mir einen Gegenkontrahenten.

Vorsitzender: Sie werden doch nicht gut entbehren können, daß jemand funktionire, der die Kurse ansagt?

Sachv. **Kussel:** In jeder Gruppe wird sich der Preis von selbst bilden, und zwar unter Mitwirkung der sehr

potenten Makler-Banken; wir haben z. B. den Börsen-Handelsverein, das ist ein gutes, solides Institut. Eine derartige Maklerbank, welche sich bewährt hat und tüchtig geleitet wird, beherrscht den Markt in den vorzüglichsten Spekulationspapieren, welche früher schon von den vereideten Maklern nicht gehandelt wurden und auch jetzt nur in sehr geringem Umfange. Die Leute haben ein Interesse daran, uns Bankiers anständig zu bedienen, da wir ja ihre Kunden sind. Wir wollen zu 170 so und so viel von einem Papiere kaufen, er wird vielleicht rufen: 170 Geld. Es würde sich Jemand finden, der sagt, ich würde dieses nehmen und er übernimmt das delcredere auf eigene Rechnung und Gefahr. Er bekommt seine 2 Mal Kourtage und eventuell noch einen kleinen Kurs-Gewinn. Ich meine, diese freie Vereinbarung ist dem Institute der vereideten Makler vorzuziehen.

Vorsitzender: Wie wollen Sie die Kurse feststellen?

Sachv. **Kuffel:** Diese Agenten werden sagen, es ist heut so und so gehandelt worden. Ich halte das überhaupt nicht für nöthig. Es ist schon darauf hingewiesen worden, daß öfter drei oder vier Kurse desselben Papiers notirt wurden. Wir sehen z. B., daß die Aktien der Hibernia im Härtelschen Kurszettel zwischen 100,40 à 99,70 à 100 variiren. Diese vielen Kurs-Notizen zeigen, wie verschieden der Handel gewesen ist; der Kunde muß zu dem Bankier das Vertrauen haben, daß seine Ordre zwischen dem niedrigsten und dem höchsten Kurse ausgeführt ist. Ich habe vorhin schon betont, das Geschäft geht hin und her, es hat vielleicht einer zu 120 3/4 verkaufen wollen, der Makler hat die Ordre nicht anbringen können oder wollen, er sagt sich nun: da kann ich notiren bis zu einem Kurse von 120,70, so ist der andere ausgefallen, er ist ausgefallen wegen 5 Pfennig, obwohl der Makler unter Umständen vielleicht dafür handeln könnte. Ich halte eine Freigabe dieses Gewerbes für die Zeitgeschäfte für eine Reform, die sich doch vielleicht im Laufe der Zeit Eingang verschaffen wird.

Vorsitzender: Für das Kassageschäft sollen also die vereideten Makler beibehalten werden?

Sachv. **Kuffel:** Ja wohl, obwohl vielleicht auch hier eine Remedur möglich ist, insofern, als man mehr Leute zuziehen kann und es nicht zu einer Sinekure für besonders bevorzugte und protegirte Leute macht, die manchmal sogar sehr ungeschickt sind. Es ist ein ziemlich einträgliches, müh- und risikoloses Geschäft. Der Makler braucht nicht einmal ein Geschäftslokal zu haben, er hat keinen Verkehr mit dem Publikum, sondern nur mit anständigen Kaufleuten an der Börse. Wenn der Schlußschein pro und contra ausgefertigt ist, hat er seine Kourtage eventuell von zwei Seiten bekommen, ich würde vielleicht eine Vermehrung der Stellen, respektive eine Verkleinerung der Gruppen empfehlen. Ich stehe an der Börse mit dieser Meinung nicht vereinzelt da, man würde damit den Wünschen und Neigungen gerade vieler mittleren und kleineren Firmen nachkommen. Ich bin der Meinung, daß vielleicht darauf hingewirkt werden kann, daß das Ultimogeschäft nicht gewissermaßen in amtliche Bahnen gelenkt wird, daß man es dem freien Spiel überläßt und nur für das Kassageschäft der Kurs von vereideten Maklern fixirt wird. Aber dagegen bin ich, daß das sogenannte Spielgeschäft gewissermaßen in amtliche Bahnen gelenkt wird, daß es nur dem Makler, der Laura, Dortmunder oder Bochumer handelt, erlaubt ist, per Ultimo zu notiren, dagegen es ihm nicht erlaubt ist, andere Bergwerkspapiere, z. B. Pluto, König Wilhelm u. s. w. zu handeln, vielleicht ist auch gerade ein Papier durch reinen Zufall, möchte ich sagen, nach und nach eingeführt, und manches andere Papier ist nicht dazu gekommen. Ob ein wirthschaftliches Bedürfniß vorgelegen hat, möchte ich weder bestreiten noch behaupten, es hat sich eben

eine Usance herausgebildet, ich möchte das eben nicht in amtliche Bahnen gelenkt sehen.

Vorsitzender: Würden Sie die Bestimmung des Handelsgesetzbuches, daß der Makler keine eigenen Geschäfte machen soll, aufrecht erhalten?

Sachv. **Kuffel:** Ich möchte sie am liebsten aufrecht erhalten sehen, aber ich muß ehrlich gestehen, es ist das sehr schwer.

Vorsitzender: Gilt das nur für das Termingeschäft oder auch beim Kassageschäft?

Sachv. **Kuffel:** Da ist es auch nicht ganz unmöglich. Es kommt vor, daß ich von einem Papier 3 000 fortgebe; der Makler hat nur für 2 400 Kontrahenten gefunden, er will mich aber zufrieden stellen und er sagt dann bei der Aufgabe „von mir"; er liefert mir selbst die 600. Außerdem hat der Makler, wenn er ein vermögender Mann ist, die Berechtigung, sein Geld in irgend welchen Papieren anzulegen, und warum nicht auch gerade in denen, in welchen er zufällig handelt?

Vorsitzender: Ja, das könnte er thun.

Sachv. **Kuffel:** Wenn er selber Papiere besitzt, kommt es leicht vor, daß er selber giebt und nimmt. Das würde manchmal auch im Interesse des Publikums liegen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige hat uns ein Beispiel gegeben, der Art, daß ein Makler dem Kommittenten den Auftrag giebt, zum ersten Kurse etwas zu kaufen, und nun kam die Geschichte mit den zehn Pfennigen. Ich wollte fragen, ob nach der Praxis der Börse eine Ordre zum ersten Kurse nicht auch das bedeutet, daß sogleich dem betreffenden Kommittenten vom Makler gesagt werden muß: Ihre Ordre ist ausgeführt, daß es also nicht gilt, für den weiteren Verlauf der Börse. Ich glaube, eine Ordre zum ersten Kurs kann doch nur so lange gelten, bis der erste Kurs gemacht ist.

Sachv. **Kuffel:** Entschuldigen Sie, Herr Geheimrath, ich habe nicht von Ordres zum ersten Kurs gesprochen, sondern ein Kunde bestellt bei mir 10 000 Aktien oder sonst etwas mit 120, und die muß ich dem Makler aufgeben. Es gilt das für die ganze Börse, so lange amtlich notirt wird.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nun eine zweite Frage, ob nach der Praxis der Börse bei den Papieren, die per ultimo gehandelt werden, die Aufgabe an den Makler gewöhnlich nicht für die ganze Börse gegeben wird, sondern nur momentan nach dem Kurse gefragt wird? Ich habe ein Limitum zu 120, und es fragt sich, ob dann bei Ultimogeschäften gleich gesagt wird: ich kann das nehmen, oder nicht.

Sachv. **Kuffel:** Nein, Herr Geheimrath, das hat sich nicht so herausgebildet, sondern wenn ich eine Ordre habe, ich soll mit 120 kaufen, dann bin ich verpflichtet, dem vereideten Makler meine Ordre zu geben, weil diesem die Kursnotirung zusteht, denn es könnte sonst der Fall eintreten: es sind Abnehmer zu 120, ich habe meine Ordre dem Makler nicht vorgelegt, er hat sie nicht bekommen, ich komme in Folge dessen an den Markt, wo der Kurs schon 121 ist, der Kommittent verlangt die Aufgabe, weil der Kurszettel es bringt, wo es heißt: 120—121, und darin liegt die Gefahr. Ich glaube, daß ich darin mehr Praxis habe, als mancher der Herren von der Produktenbörse. Ich weiß ja nicht, wie da der Kurs gemacht wird.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Da wird angeboten und entweder genommen oder nicht.

Sachv. **Kuffel:** Also bei Ihnen kommt es auf das heraus: was gehandelt ist, wird später notirt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich sehe nicht ein, daß der Vorschlag des Herrn Sachverständigen eine Besserung gegenüber dem gegenwärtigen Verhältniß herbeizuführen geeignet ist. Die Kursnotirung für Zeitgeschäfte kann nicht entbehrt werden. Wer soll sie also machen? Doch die vereideten Makler unter Berücksichtigung der Gesammtlage des Geschäfts. Wenn nun die vereideten Makler ausgeschlossen werden von allen Geschäften, wie soll die Kursnotirung zu Stande kommen? In der Sache selbst wird durch die Vorschläge des Sachverständigen gar nichts geändert. Meines Erachtens ließe sich eine Kautel nur nach der Richtung schaffen, daß eine strenge Kontrole darüber geführt wird, in welchem Umfange die vereideten Makler Geschäfte für eigene Rechnung machen; eine derartige Kontrole wird von vielen Sachverständigen für möglich gehalten, nämlich dadurch, daß die Makler verpflichtet werden, in ihre Bücher einzutragen, wenn sie Geschäfte für eigene Rechnung machen. Eventuell könnten sie auch noch verpflichtet werden, vor der Kursnotirung bekannt zu machen: Ich habe die und die Aufgaben, die noch nicht erledigt sind, um auf diese Weise eine Kontrole über ihre Geschäftsthätigkeit und den Umfang der Geschäfte herbeizuführen. Dann wollte ich den Herrn Sachverständigen fragen, ob sich nicht eine gewisse Verbesserung der Verhältnisse auch dadurch herbeiführen ließe, daß die Anzahl der Makler, welche in den einzelnen Gruppen handeln, vermehrt werden. Das Beispiel, welches der Herr Sachverständige anführte, scheint doch auch nur dann etwas zu beweisen, wenn in der That nur ein Makler da ist, welcher derartige Geschäfte macht. Wenn es aber mehrere sind, so sollte man meinen, daß die sich gegenseitig kontroliren, und daß es nicht möglich sein wird, in dem angeführten Fall ohne Weiteres 120,10 zu notiren, wenn nebenbei 2 bis 3 andere Makler in demselben Papier handeln und eventuell andere Aufträge entgegengenommen haben. Ich erblicke, soweit ich die Sache übersehe, bis jetzt einen Nachtheil darin, daß die einzelnen Gruppen nur aus zwei Maklern bestehen. Es erleichtert das zwar die Kursfeststellung, das ist zweifellos — wenn nur einer da wäre, würde sie noch leichter sein — aber die Zuverlässigkeit und Richtigkeit des Kurses wird doch meines Erachtens dadurch außerordentlich in Frage gestellt, und in dieser Beziehung wird die Sache wesentlich verbessert, wenn eine größere Zahl von Maklern mitwirkt; zumal das wurde an sich praktisch durchführbar sein, wenn aus den Kreisen der unvereideten Makler die besten Makler ausgesucht und zu vereideten Maklern gemacht werden. Wir haben gehört, daß in Frankfurt eine große Zahl von Maklern die Geschäfte vermitteln. Es sind 80 für den Effektenverkehr, eine Zahl, die wir hier noch kaum erreicht haben. Mir scheint in einer größeren Zahl von Maklern das zweckmäßigste Mittel gegen unlautere Kursbeeinflussungen zu liegen.

Sachv. **Kuffel:** Ich wollte Herrn Geheimrath Gamp zuerst erwidern, daß ich auch wohl eine amtliche Kursnotiz für nöthig halte, auch für den Zeitverkehr, und daß für den Handel an der Produktenbörse ebenso eine amtliche Notiz nöthig ist. Bisher war es so, daß die Leute zusammentraten und sagten: Wir haben innerhalb dieses und dieses Rahmens gehandelt, ich halte das für berechtigter, als wenn zuerst die Kurse notirt werden, und dann gehandelt wird. Ferner muß ich Herrn Geheimrath Gamp erwidern, daß eine sogenannte amtliche Notiz überhaupt nur bis zwei Uhr an der Börse existirt, während immer noch bis drei Uhr Geschäfte gemacht werden, namentlich mit auswärtigen Plätzen, mit Paris, London u. s. w., wo eine große Arbitrage stattfindet, die sich erst in dieser Zeit entwickelt, und wo noch Depeschen politischer

Natur eintreffen. Die amtlichen Notizen geben nur bis 2 Uhr; darüber hinaus dürfen die vereideten Makler nicht notiren, während wir nachher noch ohne jede Streitigkeit im freien Verkehr unter uns kontrahiren. Kommen Ordres vom Publikum, so werden sie ebenso gut ausgeführt. Wenn z. B. bei Diskonto-Kommandit ein plötzliches Limitum zu 195 kommt, und die Börse hat 197 notirt, dann wird eben die Ordre noch ausgeführt um 3 Uhr, auch ohne amtliche Notiz. Die Kurse, welche nachher im freien Verkehr sich entwickeln zwischen halb 3 und 3 Uhr etwa, bringt z. B. die Vossische Zeitung, auch die meisten anderen Blätter. Also es geht auch so. Den zweiten Punkt, welchen Herr Geheimrath Gamp anregte, eine Kontrole der vereideten Makler, ob sie für eigene Rechnung Geschäfte machen, halte ich nicht für zweckmäßig, denn es würde dazu ein Apparat gehören, der kaum eingerichtet werden könnte. Wenn der vereidete Makler nicht selbst Geschäfte machen will, dann befreundet er sich mit irgend einem Bankhause, das sich daran betheiligt und gegen kleine Kourtage einen Antheil übernimmt. Er sagt dann ganz einfach: „von Schulze", während er Müller heißt. Ich kann es dem Schlußschein nicht ansehen, ob Schulze wirklich die Ordre gegeben hat, oder ob das blos eine vorgeschobene Person ist.

Was die Vermehrung der Makler anbetrifft, so bin ich dafür und auch für eine Vergrößerung derjenigen Gruppen, welche den Geschäftsverkehr auf Zeit vermitteln. Es müßten mindestens 3 Personen in jedem Effekt sein, während ich für das Kassageschäft auch 2 für genügend halte.

Graf **von Kanitz:** Es ist schon früher immer als ein fühlbarer Uebelstand bei der Kursfestsetzung bezeichnet worden, daß die hiesigen Maklerbanken, speziell der Börsen- und Handelsverein einen gewissen Einfluß auf die tägliche Kursnotirung ausüben. Ich hatte die Sache bereits zur Sprache gebracht, als wir den Sachverständigen Kämpf vor uns hatten, der zu dem Börsen- und Handelsverein in einer gewissen Beziehung steht. Ich richtete damals an ihn die Frage, ob es richtig sei, daß der Börsen- und Handelsverein, wie vielfach behauptet wird, auf die tägliche Notirung einen Einfluß ausübt oder nicht. Von dem Herrn Sachverständigen wurde das kurz in Abrede gestellt, und als ich ihn darauf aufmerksam machte, daß dieser Börsen- und Handelsverein kürzlich erst eine Dividende von $14\frac{1}{2}$ Prozent vertheilt hat, da erwiderte er mir, dieselbe resultire lediglich aus den Kourtagebeträgen, welche die Maklerbank wieder zur Hälfte mit ihren betreffenden Agenten theilte. Ich mußte mich damit natürlich zufriedengeben und meine bisherige Quelle, die ich für zuverlässig gehalten hatte, nun für unzuverlässig halten. Jetzt bestätigt der Herr Sachverständige Kussel genau dasselbe, was mir früher mitgetheilt ist, und ich möchte mir daher die Frage erlauben, um diesen nach meiner Ansicht sehr wichtigen Fall klar zu stellen, in welcher Weise solche Maklerbank und ihre Agenten auf die Kursbildung Einfluß üben. Meines Wissens ist die Organisation die, daß die Maklerbanken für jede Gruppe ihre Agenten haben, und diese Agenten sind wieder selbst vereidete Makler.

Sachv. **Kussel:** Nein, es sind unvereidete.

Graf **von Kanitz:** Es sind also unvereidete Makler, aber die Maklerbank ist durch ihre festen Engagements interessirt in vielen Geschäften, sie hat ein besonderes Interesse an dieser oder jener Kursbildung, und die Makler, welche nachher an der Kursbildung mitwirken, stehen in der Beziehung zur Maklerbank, daß sie nachher im Interesse der Maklerbank ihr Votum in der Richtung abgeben, welche etwa der Bank erwünscht sein möchte. Ist das richtig oder nicht, oder wie vollzieht sich dieser Prozeß?

Sachv. **Kuffel:** Der Börsen- und Handelsverein verdient seine Dividende, wie jede Maklerbank erstens aus den Zinsen seines Kapitals und Reservefonds, den er nach Möglichkeit im Reportgeschäft und im sonstigen Lombardgeschäft so gut als es geht, anzulegen hat. Es richtet sich das nach dem jeweiligen Geldstande an der Börse, ob man daraus einen größeren oder kleineren Nutzen zieht. Ferner bezieht der Börsen- und Maklerverein, unsere vornehmste und, ich glaube, am intelligentesten und besten geleitete Maklerbank, ihre Dividende aus dem Kourtageantheil, den sowohl ihre Direktoren, die handeln müssen, wie ihre Agenten, die sie anstellen, meist ohne Gehalt, nur mit Kourtageantheil, erzielen. Der Agent muß Kaution stellen, und dann darf er Geschäfte auf den Namen des Börsen- und Handelsvereins abschließen; von der Kourtage bezieht er die Hälfte und die andere Hälfte die Bank selbst. Eigene Engagements hat die Bank niemals und darf sie statutarisch nicht haben. Sie ist als solche gar keine Bank, sondern sie setzt sich aus vielen einzelnen Leuten zusammen, die zwar Engagements haben, aber die Bank als solche hat keine, und diese einzelnen Leute influiren wohl auch auf die Kursbildung. Wer die beste Lunge hat und vielleicht das meiste Kapital und den meisten Muth, der kann vielleicht irgend einen Kurs herausschreien.

Vorsitzender: Uebernimmt nicht die Bank das delcredere?

Sachv. **Kuffel:** Für einen Theil der Kourtage übernimmt sie die Hälfte, manchmal bei schwächeren Firmen gar keins und sagt zu ihrem Agenten: Wenn Du mit dem und dem handelst, übernehme ich kein Risiko. Wir haben eine Liste mit Nummern. Der Mann ist bei uns Nummer 0, mit dem darfst Du nicht handeln. Thust Du es doch, nun: an der Börse herrscht in dieser Beziehung eine sehr ehrenhafte Gesinnung. Wenn ein Geschäft gemacht ist, so ist es erledigt, aber der Agent muß das Risiko tragen.

Vorsitzender: Wenn er nun eines Tages verschwindet?

Sachv. **Kuffel:** Dann ist eben die Bank geschädigt. Wenn er ein Geschäft im Namen der Bank gemacht hat, dann muß die Bank auch für ihn eintreten.

Graf **v. Kanitz:** Der Herr Sachverständige sagte vorhin, diese Maklerbanken übten einen Druck aus bei der täglichen Feststellung der Kurse.

Sachv. **Kuffel:** Ja, Einfluß auf die Kursfeststellung kann ein jeder ausüben. Wenn ich mich hinstelle und sage: Ich kaufe alle Kommanditaktien mit 200, die da sind, und man hält mich für potent genug, um sie mir zu geben, dann ist der Kurs beeinflußt.

Graf **von Kanitz:** Sagten Sie nicht „in hervorragendem Maße?"

Sachv. **Kuffel:** Manchmal. Die Banken haben eine gewisse Macht durch die Menge ihrer Agenten, die meist gut situirte Leute sind, die das Geschäft verstehen und etwas riskiren, welche Angebot und Nachfrage genau kennen, die mit lauter Stimme ausrufen, soviel Geld und soviel Brief, und da kann jeder sich bedienen, wenn er sonst bei der Maklerbank kreditirt ist. Der Agent bekommt seine Kourtage, er haftet aber für alle Kursverluste im Laufe der Börse. Dafür stehen ihm aber auch alle Gewinne zu. Wenn er z. B. von Müller gekauft hat mit 14 und zu $14^1/_8$ an Schulze verkauft, dann gebührt $^1/_8$ dem Agenten.

Graf **von Kanitz:** Mir käme es darauf an zu wissen, ob diese Maklerbanken thatsächlich Einfluß üben bei der täglichen Kursnotiz. Sie haben diese Thatsache selbst zugegeben.

Sachv. **Kuffel:** Gewiß, die Maklerbanken haben durch die Menge ihrer Agenten und durch die zusammenströmenden Ordres Macht und Einfluß.

Graf **von Kanitz:** Sie bestätigen damit, was ich früher sagte. Mir ist das aber hier sehr energisch bestritten worden.

Sachv. **Kussel:** Gewiß, jeder Agent an der Börse, überhaupt jeder Kapitalkräftige kann Einfluß ausüben. Sie scheinen, Herr Graf, ein besonderes Gewicht zu legen auf die 14½ Prozent Dividende. Das kommt durch den Umfang der Geschäfte und durch die Geschicklichkeit der Agenten, wodurch recht viel verdient wird. Aber es kann auch das Gegentheil eintreten, daß Verluste herbeigeführt werden. Wir haben eine Produkten-Maklerbank gehabt, die bald kaput gegangen ist; ihre Agenten und Direktoren waren sehr ungeschickt; es kam eine Schwänze. Genau entsinne ich mich der Sache nicht.

Vorsitzender: Handelt es sich um einen berechtigten Einfluß, oder halten Sie denselben für unberechtigt?

Sachv. **Kussel:** Einen berechtigten Einfluß erkenne ich jedem zu.

Vorsitzender: Sie werden ihn nicht blos für die Maklerbanken zugeben wollen?

Sachv. **Kussel:** Ich will das Zeitgeschäft in diesem Falle freigeben. Daß Mißbräuche vorkommen und daß ein Einzelner die Sache herauf- oder herunterschreit, kann natürlich nicht vermieden werden.

Vorsitzender: Sein „Schreien“ hat aber den Effekt, daß er das Geschäft machen muß; den Kurs, den er ausgeschrieen hat, muß er gelten lassen?

Sachv. **Kussel:** Er muß natürlich für sein Schreien haften.

Vorsitzender: Einen solchen Einfluß auf den Kurs wird Niemand für unberechtigt erklären?

Sachv. **Kussel:** Nein, ich halte ihn nicht für unberechtigt.

Freiherr **von Huene:** Ich glaube, daß man unterscheiden muß zwischen einem unberechtigten Einfluß und einem berechtigten, der selbstverständlich von jedem geübt werden kann, sobald jemand ein Geschäft an der Börse macht. Ein solcher Einfluß auf die Preisbildung wird naturgemäß mehr entstehen, wenn eine Maklerbank mit sechszehn Agenten arbeitet, als wenn ein einzelner Geschäftsmann an der Börse handelt.

Sachv. **Kussel:** Sehr richtig, Herr Freiherr!

Freiherr **von Huene:** Was die Dividende angeht, so setzt sich dieselbe wohl nicht entfernt aus dem Gewinn am Kurs zusammen, sondern aus dem reichlichen Umsatz, aus der Kourtage, die durch Vermittelung der Agenten erzielt wird. Das ist nichts illegales.

Nun eine weitere Frage: Der Herr Sachverständige hat vorhin bei Beginn dieser Auseinandersetzungen über die Zeitgeschäfte gesagt: der vereidete Makler, dem ich zu 120 einen Auftrag gebe, notirt zu 120,10.

Sachv. **Kussel:** Ich sagte: In Ausnahmefällen.

Freiherr **von Huene:** Das wollte ich gerade wissen. Sonst würde das nach meiner Ansicht ein Mißbrauch seiner Stellung sein. Man kann also nicht sagen, daß diese Art der Kursfeststellung an sich eine schlechte ist. Sie wird schlecht, wenn ein einzelner Makler seine Stellung mißbraucht; davor können wir uns irgendwie schützen.

Ich habe den Eindruck gewonnen, daß gegenüber den schweren Bedenken, die wir in Bezug auf die Zeitgeschäfte hatten, gerade in dem Einfluß des vereideten Maklergeschäfts auf die Kurse eine gewisse Gewähr liege, und ich habe den Eindruck, als ob der Herr Sachverständige diese Geschäfte an der Börse in der Beziehung viel zu sehr vom Standpunkte des Bankiers, will ich sagen, des Kommissionärs, auffaßte, als im Interesse des außerhalb der Börse befindlichen

Publikums; und ich glaube, daß es für die Herren an der Börse allerdings sehr angenehm sein würde, wenn ohne Vermittelung der Makler direkt unter Ersparung der Kourtage sie unmittelbar ihre Geschäfte abschließen könnten. Daß aber der Kurs, der sich da bildet, für das außenstehende Publikum eine Gewähr bilden soll, dafür, daß das Kommissionsgeschäft auch nur im Interesse der Kommittenten gemacht wird, dafür bietet das von ihm vorgeschlagene Verfahren noch viel weniger Sicherheit. Wenn die vereideten Makler nicht mehr die Kurse feststellen, und das vielmehr der Willkür des freien Geschäfts überlassen ist, so gebe ich zu, für die Herren, die an der Börse unmittelbar stehen, für die Kommissionäre, die jetzt durch den Makler handeln müssen, ist das bequemer und angenehmer, aber für das außenstehende Publikum wird man das nicht sagen können. — Ich würde dem Herrn Sachverständigen dankbar sein, wenn er das Verhältniß in diesem Sinne klarstellte, ob auch sein Vorschlag das außenstehende Publikum schützt, und daß es besser, als jetzt eine Gewähr dafür hat, daß die Geschäfte in seinem Interesse ausgeführt werden.

Sachv. **Kussel:** Ich wollte darauf erwidern, daß es sich hier ja um Geschäfte handelt, die ich nicht für meine eigene Rechnung mache, sondern für einen Kommittenten. Denn wenn ich selbst an der Börse bin, brauche ich den vereideten Makler nicht. Wenn ein Papier vielleicht 119¾ G. und 120 Br. steht, dann kaufe ich es für mich zu 120. So darf ich aber für den Kommittenten nicht handeln, der auf den ersten Kurs Gewicht legt. Ich bin wohl befriedigt, aber nicht mein Kommittent. Der wird sagen: Warum hast Du nicht zu 120,10 gekauft; wenn vielleicht nachher durch eine große Hausse solche Abschlüsse gemacht werden? Ich bin aber gebunden, ich darf nicht außerhalb des Limitums handeln. Im nächsten Augenblick würde der Kurs vielleicht wieder 119 betragen und mein Limit lautet auf 120, also ich spreche gerade für den Kommittenten. Denn wir Bankiers kümmern uns an der Börse, ehrlich gesagt, sehr wenig um die Notizen der vereidigten Makler. Ich gehe einfach hin und frage z. B. einen Agenten vom Börsenhandelsverein, wie Diskontokommandit steht. Es ist mir dann ganz gleich, wie der vereidete Makler notirt.

Freiherr **v. Huene:** Das ist richtig, aber wenn Sie den Auftrag haben, zu 120 zu kaufen oder zu verkaufen, ist es doch etwas Anderes.

Sachv. **Kussel:** Ich wünsche, daß die Kursfestsetzung gemacht wird in dem richtigen Verhältniß von Angebot und Nachfrage. Wenn etwa zwischen 120 und 122 gehandelt worden ist, und sich meinetwegen eine feste Usance herausbildet, den Kunden zum Mittelkurse zu bedienen, dann verfahren wir in dieser Weise. Es giebt Fälle, Herr Freiherr, wo die Kunden geradezu verlangen, zum Mittelkurse bedient zu werden.

Freiherr **v. Huene:** An der Frankfurter Börse wird dahin gewirkt, aber im Allgemeinen nicht. Wenn Sie nun nicht an den vereideten Makler gebunden sind und Sie haben einen limitirten Auftrag, so ist es klar, Sie führen ihn aus, dann muß der Kunde beruhigt sein. Wenn es aber Bestensaufträge sind, wie finden Sie da einen Kurs für den Kunden, wenn derselbe nicht offiziell notirt wird.

Sachv. **Kussel:** Als Geschäftsmann habe ich meinen Kunden so gut zu bedienen, wie es möglich ist, denn ich stehe nicht konkurrenzlos da. Wenn ich ihn nicht gut bediene, so wird er morgen nicht mehr zu mir kommen, er wird sagen, ich habe seine Ordre schlecht ausgeführt. Er braucht sich auch nicht an eine Firma zu wenden, sondern er kann sich zugleich an 3 bis 4 Firmen wenden, namentlich Provinzbankiers. Wenn er 30 000 Thaler Vermögen hat,

so kann er es bei 3 Bankiers im Betrage von je 10 000 Thaler anlegen und sieht zu, wer der geschicktere und ehrlichere ist, und bei dem wird er Kunde. Wenn wir anders handeln, würden wir ihn gänzlich verlieren. Wie in jedem Geschäft, so ist es auch hier Vertrauenssache. Wenn Sie sich ein Stück Stoff kaufen, so müssen Sie auch Vertrauen zu der Reellität der Waare haben. Ich bin nicht so Sachkenner, daß ich sagen kann, diese Waare ist gut, ich muß mich auf die Ehrlichkeit des Kaufmanns verlassen. Wenn gewisse Beschränkungen eingeführt werden, so wird vielleicht etwas weniger spekulirt, dann wird das unwissende kleine Publikum nicht in Betracht kommen. Der große Mann, welcher spekulirt, und die Geschäftslage kennt, würde sofort durchblicken, wenn etwa für 1 Million Thaler Diskonto-Kommandit angeboten werden, was er zu thun hat. Jeden vor jedem Mißbrauch zu schützen, wird keiner Gesetzgebung möglich sein.

Freiherr **v. Huene:** Es kommt also auf ein ausgedehntes Vertrauen heraus. Eine Garantie werden Sie auch bei Ihrer Einrichtung nicht finden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige hatte vorhin gesagt, nach seinem Wunsche müßte die amtliche Notiz den vereideten Maklern entzogen werden. Ich verstand beinahe sogar, ihnen sollte eigentlich das Geschäft fast entzogen werden. Aber darauf kommt es in diesem Augenblicke nicht an. Also die Notirung sollte ihnen entzogen werden, und nun bin ich nicht ganz klar darüber geworden, wünscht der Herr Sachverständige, daß über die Lieferungen per ultimo überhaupt keine amtlichen Notirungen stattfinden, daß es vielmehr den Börsenblättern, welche für die Börse schreiben, überlassen bleibt, sich zu informiren und ihrerseits dem Publikum die Notirungen mitzutheilen? Oder wünscht er, daß vielleicht durch Vernehmung aller Leute, welche faktisch gehandelt haben, also der unvereideten Makler, eventuell auch der Agenten des Börsen- und Handelsvereins und anderer Maklerbanken festgestellt würde, was gehandelt worden ist, und daß also die Verantwortlichkeit für die Sache auf andere Personen gelegt würde, also statt des einen vereideten Maklers er eine ganze Kategorie schaffen will. Wer da drin ist, wollen wir nicht erörtern, es sollen aber jedenfalls nicht vereidete Makler sein, welche angeben müßten, was sie gehandelt hätten. Wünscht er nun, daß diese Notirung in irgend einer Weise amtlich festgestellt werde, oder überhaupt keine amtliche Notirung erfolgt?

Sachv. **Kuffel:** Den gesundesten Zustand würde ich darin finden, wenn Zeitgeschäfte überhaupt gar nicht amtlich notirt werden, wenn das eben durchzuführen ist. Ich bin auch gerade deshalb dagegen, Herr Geheimrath, daß es nur dem vereideten Makler überlassen ist, diese Notirung zu machen, weil der vereidete Makler immer gewissermaßen abhängig ist. Bei einer freien Konkurrenz würden sich nach meiner Meinung genügend anständige Elemente herausbilden, welche je nach Angebot und Nachfrage kaufen oder verkaufen, und danach die Kurse berechnen. Das Privatpublikum ist immer auf die Ehrlichkeit angewiesen. Ich lege nicht großen Werth auf den ersten Kurs, die ersten Kurse sind doch nicht immer zu halten, namentlich nicht bei dem heutigen Schnellverkehr, wenn Leute noch von außerhalb sich per Telephon melden, z. B. aus Hamburg oder Breslau. Der erste Kurs wird um 12 Uhr festgesetzt, und nun kommen noch zahlreiche Ordres bis 3 Uhr. Da ist man immer auf die Ehrlichkeit der Bankiers angewiesen. Ich bemerke noch ausdrücklich, daß amtliche Notizen über Zeitgeschäfte nur bis 2 Uhr gemacht werden. Was nachher sich abspielt, ist nicht Sache der vereideten Makler. Sie handeln auch fleißig mit. Wir haben über diese nachher abgeschlossenen Geschäfte Privatkurszettel, z. B. den Härtelschen, der vorzüglich ist. Das halte ich für ebenso gesund und

gut, wenn man überhaupt diese Geschäfte für gut hält, als den Zustand, daß nur der vereidete Makler die Notiz machen darf. Ich sehe keinen Segen darin, daß die Leute, gerade weil sie vereidet sind, einen besonderen Vorzug haben. Bin ich mit dem Mann verfeindet, habe ich mit ihm irgend einen Streit, so kann er mich boykottiren. Ich bin auf den freien Verkehr angewiesen und bin daher für die möglichste Freiheit innerhalb der Börse und die möglichste Freigebung des Verkehrs.

Graf **Arnim:** Die Börsenordnung bestimmt, daß die amtliche Kursfeststellung durch den Börsenkommissar geschieht. Vielfach ist die Meinung verbreitet, daß etwaige Unregelmäßigkeiten, die der Makler sich zu Schulden kommen läßt, durch den Börsenkommissar korrigirt werden. Ich habe schon früher darauf hingewiesen, daß bei der sehr großen Zahl von Maklergruppen ein Börsenkommissar, auch wenn er den größten Pflichteifer entwickelt, kaum im Stande sein wird, eine eingreifende Kontrole auszuüben. Es giebt nur zwei an jedem Tage funktionirenden Börsenkommissare, während etwa 40 Maklergruppen da sind, und seine eigentliche Thätigkeit kann sich also nur auf die allerflagrantesten Fälle richten.

Sachv. **Kussel:** Es funktioniren täglich nur 2 Börsenkommissare. Dieselben werden bei Streitigkeiten mit hinzugezogen entweder zwischen 2 oder 3 Maklern, oder zwischen Bankiers und Maklern. Diese Fälle kommen aber sowohl beim Kassaverkehr, wie bei Ultimonotizen äußerst selten vor. Es vergehen Wochen, wo ein Kommissar überhaupt nicht behelligt wird. Es herrscht eine gewisse Kourtoisie an der Börse, man kann nicht bei jeder Kleinigkeit gleich Anzeige machen, dann würde man einfach als Querulant verdammt werden und sich faktisch unmöglich machen, wenn man immer nach dem Kommissar rufen würde. Das regelt sich also von selbst. Man steckt selbst vielleicht eine kleine Uebervortheilung ein, bevor man sich an den Kommissar wendet. Eine faktische Feststellung des Kurses durch den Kommissar findet nicht statt, sondern die Maklergruppen machen selbst den Kurs unter Beihülfe vielleicht von Bankiers, die sich dafür interessiren.

Vorsitzender: Das geht draußen vor sich und nicht im Kurszimmer?

Sachv. **Kussel:** Gewiß, Herr Präsident, das geht draußen vor sich. Nur wenn Streitigkeiten vorkommen, oder die Makler nicht fertig geworden sind mit dem Kurszettel, dann ziehen sich die Makler in das Kurszimmer zurück. Das Publikum wird nicht zugelassen, sondern die Thür durch den Börsendiener abgesperrt.

Vorsitzender: Aber wenn Streitigkeiten nicht da sind, sind die Makler berechtigt, drinnen oder draußen die Kurse zu machen?

Sachv. **Kussel:** Wollen sie unbehelligt sein, so sind sie auch berechtigt, sie drinnen zu machen.

Vorsitzender: Es soll eigentlich immer in einem besonderen Zimmer vor sich gehen.

Sachv. **Kussel:** Das geht aber nicht.

Vorsitzender: In einem besonders dazu bestimmten Raume.

Sachv. **Kussel:** Das würde in der Theorie ganz erwünscht sein, aber in der Praxis geht das nicht. Das Zimmer würde viel zu klein sein, um alle Kurse festzustellen, und die Makler würden nicht zurecht kommen. Nehmen Sie an, ich interessire mich für ein Papier, der Makler hat 3 000 Angebot und 2 400 Nachfrage, die Ordre lautet auf bestens, es fehlt ein Käufer für 600, nun ist der Makler in Verlegenheit, wenn er den Kurs nicht direkt streichen will.

Vorsitzender: Er kann aber selbst nehmen?

Sachv. **Kuffel:** Das soll er nicht, oder er will es nicht. Er thut es manchmal, aber wenn er nicht will?

Vorsitzender: Der Börsensekretär ist auch draußen?

Sachv. **Kuffel:** Der Börsensekretär protokollirt nachher die Kurse für den amtlichen Kurszettel. Es geht von den vereideten Maklern je einer aus einer Gruppe hinein und sagt ihm die Kurse an. Aber, Herr Präsident, Sie dürfen das eine nicht vergessen, es ist nur ein geringer Theil der Papiere, so zu sagen, amtlich notirt. Wir haben auch einen sogenannten nichtamtlichen Theil, der viel größer ist.

Vorsitzender: Es ist die Sache des öfteren so dargestellt worden, als wenn die nichtamtlichen Kurse nur ganz kleine Geschäfte beträfen.

Sachv. **Kuffel:** Im Gegentheil, der amtliche Bericht ist ziemlich klein. Der Härtel'sche Bericht, der alle Industriepapiere notirt, ist viel größer.

Vorsitzender: Die Zeitungen haben auch den nichtamtlichen Bericht?

Sachv. **Kuffel:** Die Zeitungen bringen einen viel längeren Bericht, als der amtliche ist.

Vorsitzender: Wir können dann zu einem anderen Punkte übergehen. Die Maklerbanken bedürfen keiner weiteren Erörterung.

Sachv. **Kuffel:** Nein, ich halte sie für eine ganz nützliche und legitime Einrichtung.

Vorsitzender: Nun kommen wir zum Börsenbesuch, ob die diesbezüglichen Bestimmungen der Börsenordnung einer Aenderung bedürfen.

Sachv **Kuffel:** Ja, ich möchte sie gern abgeändert sehen.

Vorsitzender: Was haben Sie in dieser Richtung für Desiderien?

Sachv. **Kuffel:** Die Börse dürfen nur besuchen korporirte Kaufleute und sonstige selbstständige Kaufleute, die durch jene eingeführt sind, dagegen alle — ich weiß nicht, wie ich sagen soll — Privatspekulanten sollen fern bleiben. Das ist aber auch sehr schwer zu sagen. Es können schließlich Leute, die sich einfach Agent nennen, ihre Firma eintragen lassen und ihre Gewerbesteuer zahlen. Agent sagt eigentlich alles und doch gar nichts.

Vorsitzender: Es ist angeregt worden, die Bedingungen der Empfehlung zu verschärfen, es soll sich eine Art von moralischer Garantie daran knüpfen. Die Empfehlenden sollen zu Protokoll vernommen werden, kurz, man will den Börsenbesuch etwas erschweren.

Sachv. **Kuffel:** Worauf soll sich das Protokoll erstrecken? Es kann jemand nicht reich und doch ein respektabler Mann sein.

Vorsitzender: Z. B. auf die Ermittelung, ob der Antragsteller keinen Bankerott gemacht hat.

Sachv. **Kuffel:** Ja, das kann auch vorkommen im menschlichen Leben; es kann das ganz ehrbaren Kaufleuten passiren, z. B. in Kriegszeiten u. s. w.

Vorsitzender: Wenn das bekannt ist, soll es protokollirt werden und daraufhin beschlossen werden, ob jemand zum Börsenbesuch zuzulassen ist oder nicht. Realkautionen oder eine Haftbarmachung würden Sie nicht empfehlen?

Sachv. **Kuffel:** Nein, das würde gar keinen Zweck haben. Nehmen Sie z. B. an, ein Konkurrent von mir ist so liebenswürdig, mich zu empfehlen. Ich nehme ihm vielleicht einen Theil seiner Kunden weg, und er soll für mich,

wenn ich eine unlautere Handlungsweise begehe, mit seinem Vermögen dafür haftbar sein, daß er so liebenswürdig war, mich zu empfehlen. Ich würde mich nicht für einen solchen Vorschlag aussprechen können.

Vorsitzender: In anderen Ländern, z. B. in England und Amerika ist man in dieser Beziehung weit strenger.

Sachv. **Kuffel:** Ja, da sind auch die ganzen Institutionen anders. In Frankreich z. B. besteht ein Maklersyndikat und eine Syndikatskammer, und dieses Syndikat tritt mit seinen Mitteln für eine etwaige Betrügerei eines einzelnen Maklers ein. Hier ist das aber nicht der Fall, hier kann einer sehr gut Makler sein, der seine Verpflichtungen nicht erfüllt, hier besteht kein Syndikat, wo die Makler Kaution zu leisten hätten und das Syndikat immer haften muß. Es sind hier Fälle vorgekommen, wo sonst gute Makler insolvent geworden sind. Einer ist sogar durchgegangen.

Vorsitzender: Das wurde erklärt aus dem Privatleben des Betreffenden und nicht aus seinen Verpflichtungen an der Börse.

Sachv. **Kuffel:** Ich weiß es nicht. Wer noch etwas zu bekommen hat, wird es wohl wissen.

Vorsitzender: Es wurde thatsächlich angeführt, der Grund läge in seinem unsoliden Lebenswandel.

Sachv. **Kuffel:** Es sind Fälle vorgekommen, daß Makler im Amt geblieben sind, die sich ein bischen rehabilitirt hatten, und wiederum ein Fall, wo ein Makler entlassen wurde, weil seine Verhältnisse derangirt waren. Es ist aber niemand für die Differenz aufgekommen.

Vorsitzender: Sie würden also dafür sein, daß die vereideten Makler eine Kaution stellen und zu einer Kammer vereinigt werden.

Sachv. **Kuffel:** Für die unvereideten ist das nicht nöthig, die sind meist Agenten der Maklerbanken, z. B. des Börsenhandelsvereins und stellen da ihre Kautionen.

Vorsitzender: Es handeln aber auch eine Menge ohne Kaution.

Sachv. **Kuffel:** Sämmtliche Agenten des Börsenhandelsvereins, sowie der anderen Maklerbanken müssen Kautionen stellen. Wenn sie leichtfertig Geschäfte machen, gehen sie ihrer Stellung verlustig.

Vorsitzender: Eine Solidarität zwischen den vereideten Maklern dürfte sich schwer herstellen lassen, wenn die Kollegen für einen unsoliden Makler haften sollen, dann wird das Gewerbe sehr erschwert.

Sachv. **Kuffel:** Es würden sich immer noch genug Leute für diesen einträglichen Posten finden.

Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu dem Vorschlage, daß die Zahl der vereideten Makler wesentlich vermehrt wird?

Sachv. **Kuffel:** Ich wünschte, daß für alle Gruppen, in denen auf Zeit gehandelt wird, mindestens 3 Makler angestellt werden.

Vorsitzender: Wieviel Makler haben Sie jetzt im ganzen?

Sachv. **Kuffel:** Wir werden circa 75—80 haben.

(Zuruf: 79.)

Ich würde mindestens 100 empfehlen.

Vorsitzender: Es wird darüber geklagt, daß die heutigen Zulassungsbedingungen zur Börse nicht streng genug sind, und daß dadurch Leute an die Börse kommen, die ihr besser fern blieben.

Sachv. **Kuffel:** Ich brauche blos auf einen Fall zu exemplifiziren, das ist Hugo Loewy. Ich mache selbstverständlich niemand einen Vorwurf daraus, der ihn zur Aufnahme empfohlen hat, sie hätten sich allerdings besser informiren sollen. Ich bin sehr erstaunt gewesen darüber, daß er zugelassen wurde. Ich bin ihm aus dem Wege gegangen, weil ich wußte, daß er früher in Wien durchgegangen und in Paris wegen Betrugs bestraft worden war. Er hatte dort ein Lotterie-Komtoir und ist mit einer ziemlich erheblichen Summe durchgegangen, indem er Depots unterschlug. Er war hier sogar angeklagt wegen betrügerischen Bankerotts und wurde von dort aus verfolgt; er hat aber einen Verwandten mit dem vierten Theil des geraubten Geldes nach Paris geschickt, und der hat den Leuten gesagt: wollt Ihr 25 Prozent haben? und die gingen darauf ein. Auf diese Weise hat er von den geraubten 200000 Francs nur 50000 zurückgegeben und sich damit hier etablirt.

Vorsitzender: Wenn hier sorgfältige Ermittelungen stattgefunden hätten —

Sachv. **Kuffel:** Dann hätte man den Loewy eben nicht zugelassen. Loewy unterhielt fünf Filialen und belieh Industriepapiere, wie es die Reichsbank nicht kann, mit 95 Prozent des Werthes, um eben Depots zu haben. Wir leiden eben darunter; wir haben ein großes Interesse daran, daß nur anständige Leute zugelassen werden, denn unser ganzer Stand ist von dem hohen Kothurn etwas sehr herabgestiegen. Wenn man früher jemanden Bankier nannte, so war das der Inbegriff der Solidität und des Anstandes.

Vorsitzender: Ist der Zweck, den Sie im Auge haben, vielleicht dadurch am besten zu erreichen, daß man die Börse als Korporation gestaltet?

Sachv. **Kuffel:** Sie ist keine Korporation; es kann eben jeder hineinkommen. Ich glaube aber, daß man eine Korporation bilden könnte.

Vorsitzender: Ja, das ist leicht gesagt. Wie würden Sie das machen?

Sachv. **Kuffel:** Das kann ich nur in dem Sinne beantworten, daß die Börse alle Rechte und Pflichten übernimmt, die man eben einer Korporation zu Theil werden läßt.

Vorsitzender: Die Verhältnisse bei den verschiedenen Börsen sind aber außerordentlich verschieden. Hier gehört die Börse der Kaufmannschaft, anderswo dem Staate, wie z. B. in Hamburg.

Sachv. **Kuffel:** Das ist mir unbekannt.

Vorsitzender: In Frankfurt und Bremen gehört sie wieder einer besonderen Gemeinschaft. Sie meinen also, wenn ich Sie recht verstanden habe, daß eine korporative Verfassung der beste Weg wäre, um den Uebelständen zu begegnen?

Sachv. **Kuffel:** Jawohl!

Vorsitzender: Wie stellen Sie sich zu der Einrichtung besonderer Ehrengerichte?

Sachv. **Kuffel:** Die würde ich auch für eine segensreiche Organisation halten, wenn aus allen Klassen der Börsenbesucher Mitglieder zugezogen werden, aber nicht etwa in der Weise, daß nun vielleicht nur die Oberen, so zu sagen, sich zusammenthun und nun jedem Anderen den Zutritt verweigern.

Vorsitzender: Soll das Ehrengericht aus Wahlen hervorgehen?

Sachv. **Kuffel:** Aus allgemeinen direkten Wahlen, wo Jeder eine Stimme hat.

Vorsitzender: Es ist angeregt worden, dies große Ehrengericht sollte wiederum einen besonderen Ehrenrath bilden, der die einzelnen Fälle zur Anzeige zu bringen hätte.

Sachv. **Kuffel:** Ungefähr wie in der Anwaltskammer?

Vorsitzender: In der Weise, daß eine ständige Kommission die Entscheidung im einzelnen Falle trifft, und daß das Ehrengericht bis zur Ausschließung von der Börse erkennen darf.

Sachv. **Kuffel:** Gegen dieses Erkenntniß soll es keine Instanz geben?

Vorsitzender: Es ist vorgeschlagen, einen Rekurs an den Oberverwaltungsgerichtshof zuzulassen.

Sachv. **Kuffel:** Den möchte ich auch zulassen.

Freiherr **v. Huene:** Würde es der Herr Sachverständige für zweckmäßig halten, einen richterlichen Beamten theilnehmen zu lassen?

Sachv. **Kuffel:** O ja, das würde ich nicht für unzweckmäßig halten, schon um der juristischen Gesichtspunkte wegen, die uns Kaufleuten mehr oder weniger fehlen. Es würde auf diese Weise das Ehrengericht auch mehr in Einklang zu bringen sein mit den sonstigen Staatsgesetzen.

Professor Dr. **v. Cuny:** Würde der Herr Sachverständige die Verfolgung in die Hände eines Juristen legen? Ich meine nicht eines gewöhnlichen Staatsanwalts.

Sachv. **Kuffel:** Bei Verbrechen?

Vorsitzender: Auch bei unanständigem Betragen und bei sonstigen Verletzungen der Standesehre?

Sachv. **Kuffel:** O ja, warum denn nicht? Es wird sich Jeder so zu betragen haben wie im gewöhnlichen Leben, daß er nicht mit der Staatsbehörde in Konflikt kommt.

Vorsitzender: Dann ist gefragt worden, ob auch staatliche Organe zur Börsenaufsicht bestellt werden sollen.

Sachv. **Kuffel:** Dafür würde ich nicht sein.

Vorsitzender: Das ist in Wien bekanntlich der Fall, wo die Aufsicht sich auch thatsächlich geltend gemacht hat.

Sachv. **Kuffel:** Ich habe gelesen, daß im vorigen November ein solcher Fall vorgekommen ist. Ich glaube aber, ein Staatskommissar in diesem technischen Getriebe unter so und so viel tausend Menschen würde nicht wirksam sein.

Vorsitzender: Wir kommen dann zu der Frage, welche Maßregeln sich empfehlen gegen das Reklamewesen und gegen die bewußte Irreleitung des Publikums.

Sachv. **Kuffel:** Das ist sehr schwer zu beantworten, Herr Präsident. Ich bin ein Gegner dieses unwürdigen Reklamewesens, das nach meiner Ansicht dem Bankgeschäft nicht gut zu Gesicht steht, und ebenso bin ich dafür, daß die Verbreitung falscher Gerüchte bestraft wird. Aber das wird sehr schwer sein. Es herrscht Preßfreiheit; es kann einer ebenso gut annonciren: ich führe Bankgeschäfte aus, wie Herzog und Gerson annonciren: ich verkaufe Konfektion.

Vorsitzender: Würde sich nicht da der ehrengerichtliche Weg empfehlen, wenn durch Anpreisungen in der Presse das Publikum zum Börsenspiel verleitet wird? Dieser Fall ist oft genug vorgekommen.

Sachv. **Kuffel:** Gewiß, siehe „Börsenjournal".

Vorsitzender: Man liest alle Tage solche Anpreisungen.

Sachv. **Kuffel:** Jawohl!

Vorsitzender: Einen anderen Weg wissen Sie nicht vorzuschlagen?

Sachv. **Kuffel:** Ich weiß keinen anderen. Falsche Gerüchte werden ja verfolgt. Ich erinnere z. B., daß gelegentlich der Emission der preußischen Anleihe ein Sohn des Kommerzienraths Wolff und noch andere wegen Verbreitung falscher Gerüchte angeklagt und dann auch bestraft wurden.

Vorsitzender: Wir kämen dann zu der Frage, ob die Strafbestimmungen über Aktien auf die Obligationen und auf den Waarenhandel ausgedehnt werden sollen.

Sachv. **Kuffel:** Wie lauten diese Strafbestimmungen?

Vorsitzender: Strafbestimmungen z. B. gegen betrügerische Kurstreiberei u. dgl. enthält § 249 d des H. G. B. dahin:

„Mit Gefängniß bis zu einem Jahre und zugleich mit Geldstrafe bis zu 10 000 Mark wird bestraft:

1. Wer in öffentlichen Bekanntmachungen wissentlich falsche Thatsachen vorspiegelt oder wahre Thatsachen entstellt, um zur Betheiligung an einem Aktienunternehmen zu bestimmen;
2. wer in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken."

Sachv. **Kuffel:** Ich glaube, was für die Aktien recht ist, sollte in andern Fällen billig sein. Ich meine, man könnte dasselbe für jedes andere Papier bestimmen; man brauchte blos zu sagen „Werthpapiere" statt Aktien.

Vorsitzender: Wir kommen nun zu dem Kommissionsgeschäft. Ich bitte Sie, sich über die Fragen 19 und 20 zu äußern.

Sachv. **Kuffel:** Da komme ich darauf zurück, daß alle Geschäfte, welche mit wirthschaftlich selbstständigen Personen oder mit Firmen geschlossen sind, als rechtsgiltig erklärt werden sollen resp. auf diese der Einwand des unberechtigten Spiels und der Wette nicht zutreffend sein soll. Dagegen möchte ich gern eine Beschränkung derjenigen Kreise, welche außerhalb der Börse stehen und an der Spekulation sich betheiligen. Die Formulirung allerdings, welche Kreise das sind, ist schwierig. Ich möchte zum Beispiel nicht, daß wirthschaftlich schwache Personen solche Geschäfte machen. Es kann jemand zum Beispiel ein höherer Beamter sein, der ein großes Vermögen hat, sich am Börsenspiel betheiligen wollen. Der dürfte das nicht machen, resp. der Bankier kein Geschäft mit ihm abschließen, weil er Beamter ist.

Vorsitzender: Sie haben schon vorhin die Frage erörtert, wo es sich um das reine Differenzgeschäft handelte, ob nicht die Bedingungen, welche der Kommissionär dem Verkehr zu Grunde legt, häufig derartig gefaßt sind, daß dadurch der Kommittent geschädigt wird, und ob nicht die Gesetzgebung dem entgegenwirken kann, indem sie verhindert, daß der Kommissionär selbst eintritt.

Sachv. **Kuffel:** Das würde ich nicht für richtig halten, denn wenn jemand mit einem Bankier in Verbindung tritt, so kann er sich ja die Verbindung ansehen und dann sagen, ob er unter diesen Bedingungen Geschäfte machen will. Scheinen sie ihm zu hart, dann braucht er das Geschäft nicht zu machen. Er wird zu einer anderen Firma gehen, wo leichtere und anständigere Bedingungen gestellt werden.

Vorsitzender: Es wird geklagt über zu schnelle und vorzeitige Lösung des Engagements.

Sachv. **Kuffel:** Das muß dem Bankier überlassen bleiben, aber es weiter auszudehnen, als eine Woche, halte ich nicht für berechtigt. Gerade Werthpapiere unterliegen häufig Krisen und heftigen Schwankungen, und es würde in keinem Verhältniß zu der kleinen Kommissionsgebühr stehen, wenn ich trotz der Katastrophe still halten muß, weil eben der Kommittent nicht zurücktreten will.

Vorsitzender: Ist nicht selbst ein Zeitraum von drei Tagen schon recht bedenklich? Gerade, wo es sich um auf- und abschwankende Papiere handelt, nehmen Viele Anstand, sich auf drei Tage fest zu engagiren. Vielleicht würde das dazu führen, daß der Bankier sehr hohe Provision fordert, wenn er genöthigt ist, drei Tage zu warten, ehe er das Engagement durch Exekution lösen kann. Glauben Sie, daß man dennoch für alle Fälle etwas derartiges vorschreiben könnte?

Sachv. **Kussel:** Drei Tage mindestens sind heute schon bei dem Bankier Usus. Man muß dem auswärtigen Kommissionär Zeit geben, die Depots einzuschicken und zu decken. Es können darüber 2 × 24 Stunden vergehen, bei Sendungen aus dem Auslande vielleicht 4 × 24 Stunden.

Vorsitzender: Unter Umständen können diese Fristen auch zu lang erscheinen, so z. B. wenn der Betreffende an demselben Orte wohnt.

Sachv. **Kussel:** Dann soll der Bankier sich vorsehen und nicht mit geringen Depots oder unsichern Leuten Geschäfte machen. Es wäre ganz gut, wenn es dahin käme. Ich würde überhaupt dafür sein, daß die vielfachen Zeitgeschäfte, die in dieser Weise gemacht werden, etwas eingeschränkt werden.

Vorsitzender: Mir liegen hier die allgemeinen Pfandbedingungen des Hauses Mendelssohn & Co. vor, nach welchen der Verpfänder, wenn während der Dauer des Darlehns der Kurs des Unterpfandes um bestimmte Prozente sinkt, verpflichtet ist, binnen 3 Tagen nach erfolgter Aufforderung die ursprüngliche Sicherheit wieder herzustellen.

Sachv. **Kussel:** Das ist eine erste Firma. Die hat gewiß noch keinen Anstoß daran genommen, wenn jemand außerhalb wohnt und vielleicht kaum in der Lage ist, in drei Tagen es hinzuschicken.

Vorsitzender: Unter Umständen kann die Frist zu kurz sein, in anderen Fällen zu lang, z. B. bei politischen Ereignissen. Für die Gesetzgebung ist es schwer, eine bestimmte Zahl zu greifen.

Sachv. **Kussel:** Das ist allerdings sehr schwer. Es müßte der koulanten Erwägung eines jeden Bankhauses überlassen bleiben.

Vorsitzender: Es wird oft darüber geklagt, daß z. B. erst am Vormittag die Aufforderung eingeht, Sicherheit zu stellen, und wenn der Aufforderung nicht bis Mittag entsprochen wird, ohne Weiteres verkauft werde.

Sachv. **Kussel:** Das halte ich nicht für richtig. Man muß dem Kommittenten Zeit und Gelegenheit geben, sein Depot zu verstärken; und speziell bei Leuten, die außerhalb wohnen, würde eine solche Praxis, wie Sie, Herr Präsident, sie eben schilderten, einer sofortigen Exekution gleichkommen.

Vorsitzender: Mitunter gewähren die Gerichte dagegen Schutz.

Sachv. **Kussel:** Ich habe selbst ein solches Erkenntniß gelesen. Es stand neulich in den Zeitungen, daß jemand nicht berechtigt sei, wenn ein Geschäft per ultimo geschlossen ist, vor der Ultimoregulirung davon Abstand zu nehmen. Er muß still halten.

Ich würde das an sich nicht für schlecht halten. Wir würden uns dann vielleicht mit den Depots mehr vorsehen und vielleicht weniger Geschäfte machen. Das wäre nicht zum Schaden unserer selbst.

Vorsitzender: Das wird sich im einzelnen Falle ergeben. Mit der Frage, die uns jetzt beschäftigt, hängt die Frage des Selbsteintritts zusammen.

Sachv. **Kuffel:** Den Selbsteintritt halte ich für berechtigt. Ich habe das schon vorhin erläutert. Ich halte den Kommissionär für berechtigt, als Selbstkontrahent einzutreten, weil erstens dadurch mehrere Ordres kompensirt werden können; denn es wäre thöricht, in einem solchen Falle nach beiden Seiten hin die Ordres auszuführen. Mir ist ein Fall vorgekommen, daß in der sogenannten „großen" Zeit von 1889 ein Kunde kam und für 20 000 Thaler Bochumer Aktien kaufte. Der Kurs stand damals auf 250. Ich habe mich für berechtigt gehalten, weil ich mein Engagement der Börse gegenüber nicht so sehr wegen der Prolongationsschwierigkeiten vermehren wollte, ihm die 20 000 Thaler zu geben. Ich habe sie dem Mann zu diesem Kurse gegeben. Nachher ist der Kurs um 40 Prozent gestiegen. Ich bin in diesem Falle Selbstkontrahent gewesen, ich habe den Mann keineswegs geschädigt, denn der Kurs ist fixirt, und ihm kann es egal bleiben.

Vorsitzender: Ein entgegengesetztes Interesse Beider ist nicht immer vorhanden?

Sachv. **Kuffel:** Das Interesse Beider beim Selbsteintritt kann sich sehr wohl vereinigen, z. B. beim Kassageschäft. Es bestellt jemand 30 000 Mark vierprozentige Konsols. Ich habe selbst in meinem Tresor 10 000 liegen; mir scheint der Kurs an der Börse sehr geeignet, zu realisiren, ich kaufe 20 000 dazu und gebe sie dem Mann, der Kurs ist fixirt auf 106,75; ich sehe darin keine Schädigung.

Freiherr **von Huene:** Es ist immerhin richtig, daß der Kommissionär ein Interesse daran hat, den Kurs so zu halten, daß er ein leidlich gutes Geschäft macht. Wenn also Verhältnisse vorkommen, wo der Kommissionär so unmittelbar bei der Preisbildung betheiligt ist, und zwar ohne den Makler, so muß unter den heutigen Umständen der Kunde Vertrauen haben, da der Kommissionär gar keiner Kontrole unterliegt.

Sachv. **Kuffel:** Da tritt der Fall ein, daß nicht ein Mensch an der Börse die Kurse macht, sondern die Gesammtheit. Es laufen an der Börse die Aufträge von Millionen Menschen aus ganz Deutschland und vielleicht auch aus überseeischen Ländern zusammen; die Besucher an der Fondsbörse zählen heute etwa 2 000. Jeder hat das Recht zu handeln, und es wäre viel gefährlicher, mit einer großen Firma zu handeln, welche viel mehr Einfluß an den Kurs haben kann, als mit einer kleinen Firma, denn ich kann, wenn ich z. B. 10 000 Thaler Diskonto-Kommandit handle zu einer lebhaften Zeit, wo an der Börse vielleicht 10 Millionen in diesem Papier gehandelt werden, gar keinen Einfluß auf die Kurse haben. Ob ich darin gehandelt habe oder nicht, würde gar nichts ausmachen. Der Kommittent hätte keinen Nachtheil, wenn ich selbst einträte. Ich kann Selbstkontrahent sein, oder ich gebe in Blanko ab: ich will mich nicht weiter engagiren. Ich kann die Kurse nicht beeinflussen, besonders in solchen Papieren, wo große Summen gehandelt werden. Die kann ich mit kleinen Umsätzen nicht beeinflussen. Es könnten das höchstens größere Firmen thun, vielleicht Breft und Gelpcke, die vielleicht eine Million Aufstellung machen.

Vorsitzender: Finden Sie nun nicht eine Gefahr darin, daß der Kommissionär in solchen Fällen selbst eintreten darf, wo er einen Rath ertheilt hat? Ein Sachverständiger hat dieses besonders betont.

Sachv. **Kuffel:** Mit Rathschlägen sollten wir überhaupt sehr sparsam sein. Ich bin immer sehr vorsichtig damit gewesen. Wenn wir alles wüßten, wie es kommt, dann könnten wir ja die Geschäfte alle für uns machen. Das wäre viel lukrativer, als daß wir vielleicht ein halb Promille Provision bekommen. Gewöhnlich fragen uns die Leute auch erst dann, was sie machen sollen, wenn die Sache schief geht. Ich bin

z. B. von dem einen beauftragt, Diskonto-Kommandit zu kaufen, und soll vielleicht einem andern rathen, sie zu verkaufen.

Vorsitzender: Es hat in der That etwas Unnatürliches, wenn der Bankier den Rath ertheilt, zu kaufen und dann selbst verkauft.

Sachv. **Kuffel:** Das erscheint allerdings unnatürlich; es kann indes vorkommen, daß jemand sich auf diese Art seiner Papiere entledigen will. Ich begnüge mich mit dem kleinen Nutzen und will meine Engagements an der Börse nicht vermehren.

Vorsitzender: Dann bleibt nur noch Frage 20 übrig.

Sachv. **Kuffel:** Ich bin durchaus dagegen. Ich bin sogar, ganz ehrlich gesagt, dagegen, daß die Seehandlung und die Reichsbank, überhaupt öffentliche Kassen und Institute, solche Geschäfte machen. Ich bin sehr lange im Geschäft. Ich war neun Jahre lang bei der hiesigen Firma Louis Bamberger und dann sieben Jahre lang bei der hiesigen Filiale des Kommerzienraths Gumpert in Brandenburg. Ich habe gesehen, daß uns durch die von mir erwähnten Geschäfte der Reichsbank u. s. w. das reelle Geschäft immer mehr entzogen ist, das Kassa-Ladengeschäft, das über den Ladentisch hinweg geschieht. Dadurch sind wir kleineren und mittleren Bankiers mehr und mehr genöthigt, die soliden Bahnen zu verlassen und mit den Kunden andere Geschäfte zu entriren, welche die Reichsbank nicht macht.

Wir haben bei Bamberger sehr gutes Brod gefunden. Wenn z. B. jemand kam, der einfach über den Ladentisch herüber für 10 000 Thaler Konsols forderte. Er hat geerbt und kam eben vom Gericht. Ein anderer will verkaufen, in großem Maßstabe, ganz reelle Sachen, z. B. Berliner Pfandbriefe — die hatten damals noch nicht einen so hohen Kurs. Seitdem die Reichsbank solche Geschäfte macht — das kann ich Ihnen ehrlich im Namen der kleineren Geschäfte sagen — ist das Geschäft auf viel unsolidere Bahnen gedrängt worden. Dazu kommt, daß, nachdem so viele Unterschlagungen vorgekommen sind, und so viele Depots zum Teufel gegangen sind, man es einem Privatmann im Grunde genommen, nicht verdenken kann, wenn er der Sicherheit wegen sich lieber an die Reichsbank wendet. Er sagt: ich lege mein Depot bei der Reichsbank nieder und nehme es von Bernhard Friedmann heraus. Privatbanken haben gar nicht die Einrichtungen, wie sie bei der Reichsbank bestehen. Da giebt es keine Posten und keine Diener. Die Reichsbank hat gemauerte Tresors, also ist die Sicherheit viel größer. Das Geschäft ist aber dadurch viel unsolider geworden.

Vorsitzender: Liegt das nicht vielmehr an der Ueberproduktion von Banken? Wir haben in Berlin fast in jeder Straße ein Bankgeschäft.

Sachv. **Kuffel:** Allerdings, wie die Cigarrenhändler; aber Sie dürfen auch die Vermehrung der Bevölkerung Berlins nicht vergessen, und an der Berliner Börse werden nicht blos Geschäfte von Banken besorgt, sondern es findet ein Konflux der verschiedensten großen Geschäftszweige statt. Zur Hebung des Geschäfts hat sich neuerdings in Berlin ein Verein gebildet, der nennt sich die „Vereinigung Berliner Bank- und Wechsel-Geschäfte" und es wird von diesem Verein (es wird das kein Ausderschuleplaudern sein und Sie interessiren) demnächst wahrscheinlich eine Petition an den Herrn Reichsbankpräsidenten gelangen, das Effektengeschäft der Reichsbank wieder den Privatbankiers zu überlassen, dagegen das Depotgeschäft der Reichsbank.

Vorsitzender: Wollen Sie denn die großen Sicherheitseinrichtungen, die von verschiedenen großen Banken geschaffen sind, wieder werthlos machen?

Sachv. **Kuffel:** Ich muß sagen, daß die Ueberproduktion nicht im kleinen Bankierstande liegt. Wenn z. B. die Deutsche Bank uns kleinen Bankiers damit zu Leibe geht, daß sie zwölf Wechselstuben, von Charlottenburg ausgehend bis zum Moritzplatz errichtet, so werden uns sehr viele Kunden dadurch entzogen. Mir ist es selbst schon vorgekommen — mein Geschäftslokal liegt am Molkenmarkt — daß mir Kunden weggeblieben sind. Die sagten: die Deutsche Bank hat ja an der Stralauer Brücke ein Geschäft. Warum soll ich erst zu dir kommen? Die hat safes, wie die Engländer es nennen; und dabei haben die Beamten in diesen Wechselgeschäften vielleicht weniger Verständniß für diese Sachen, als wir, die wir aus der Praxis herausgewachsen sind. Es ist sogar vielfach das Privatpublikum durch diese Wechselstuben zur Spekulation verleitet worden. Ich erinnere an die kleinen rothen Zettelchen bei den Argentiniern, wo vielleicht ¼ bis ⅛ Provision versprochen wurde. Es kam von den Banken aus die Ordre an die Wechselstuben: Argentinier werden von heute ab als sicher empfohlen — — Nun kommt jemand und sagt: ich möchte 10 000 Mark anlegen, dann sagt ihm einfach der Beamte, der mehr Büreaubeamter ist und von der Börse nichts versteht: Es sind Argentinier zu empfehlen.

Vorsitzender: Sind Sie dafür, daß eventuell das Geschäft in Reichs- und Staatsanleihen nur von einer staatlichen Stelle aus vermittelt wird?

Sachv. **Kuffel:** Nein, ich bin ein großer Gegner einer solchen Bestimmung.

Vorsitzender: Sie legten doch aber gerade Werth auf die Anschaffung solider Papiere?

Sachv. **Kuffel:** Ich meine nur den Gegensatz zwischen Privatbankiers und Staatsbankiers. Wir müssen eine hohe Miethe zahlen, ebenso Gewerbesteuer, und es würde uns das Geschäft vollständig untergraben werden, wenn uns derartige Geschäfte entzogen würden.

Geheimrath Professor Dr. **von Cuny:** Bei Frage 20 sind nur solche Geschäfte gemeint, die sich auf den Ankauf unserer eigenen Staatsschuldverschreibungen beziehen.

Sachv. **Kuffel:** Ich habe das nicht übersehen. Wenn aber jemand in mein Geschäft kommt und will ein solides Papier kaufen, dann brauchen es nicht gerade Konsols zu sein; es können Pfandbriefe sein, Berliner Stadtanleihen u. s. w. Warum soll uns das entzogen werden? Die Staatsinstitute müßten dazu ihren Apparat und ihre Beamten vermehren und würden davon doch keinen Vortheil haben.

Vorsitzender: Soll die Gelegenheit, sich solche Papiere zu kaufen, nicht erweitert werden?

Sachv. **Kuffel:** Fast in jedem kleinen Landstädtchen, Herr Präsident, existirt heut zu Tage ein Bankier, oder es hat sich herausgebildet, daß ein Kaufmann, ein Kolonialwaarenhändler nebenbei Bankgeschäfte macht. Ich selbst habe einen Kunden in Wriezen. Der Wriezener versorgt fast die ganze Bauernschaft der Umgegend; er kommt alle Woche hierher, um solide Papiere einzukaufen.

Geheimrath Dr. **v. Cuny:** Gegenüber den weiteren Erörterungen, die sich daran geknüpft hatten, verweise ich auf die Gerichtsakten, die dort auf dem Tisch liegen. Wir sehen, daß einzelne Berliner Häuser Aufträge bekommen haben aus ganz Deutschland und daß diese Aufträge in zahlreichen Fällen offenbar zum Ruin der betreffenden Kommittenten geführt haben. Ist das ein Segen, daß in dieser Weise die Spekulation aus dem ganzen Reiche sich in Berlin in den Händen gewisser Geschäfte konzentrirt hat?

Sachv. **Kuffel:** Ja, Herr Geheimrath, ich muß ehrlich gestehen, daß sich diese Geschäfte nicht in unsern Händen

konzentriren, nicht in den Händen derjenigen, die ich hier vertrete, sondern bei den großen Banken. Sie verstehen es auch, wenn die Sache einmal eine andere Wendung genommen hat, das Geschäft wieder abzustoßen. Sie brauchen auch gar nicht besondere Empfehlungen zu machen. Wenn sie ein Papier hoch im Kurse halten, dann geben sie damit einen Fingerzeig, das Papier zu kaufen. Gerade die große Kundschaft, gerade das Arbitragegeschäft ruht in den Händen der großen Bankiers, und je mehr deren Kapital vermehrt wird, desto mehr konzentrirt sich das Geschäft in ihren Händen. Die Dividenden wollen verdient sein. An dem kleinen Kommissionsgeschäft läßt sich nicht viel verdienen, und je mehr Verzweigungen und Verbindungen in der Provinz, desto eher ist etwas unterzubringen; z. B. eine halbe Milliarde Argentinier. Vielleicht ist der Kurs 95, aber man bietet sie dem Kunden mit 94 an.

Vorsitzender: Das ist nichts Unerlaubtes. Selbst die großen Emissionshäuser haben nicht so große Fonds, um alles selbst übernehmen zu können.

Sachv. **Kuffel:** Nein, sie sollen dazu unsere Hilfe haben, wenn es sich um gute Werthe handelt. Ich halte das, was ich erwähnte, auch nicht für etwas Unerlaubtes; es handelt sich nur darum, gegen einen kleinen Extra-Gewinn Papiere unterzubringen.

Vorsitzender: Wir können damit die Vernehmung schließen. Ich danke Ihnen sehr.

(Schluß 4 Uhr 5 Minuten.)

Zweiundzwanzigster Verhandlungstag.

(Fünfundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Dienstag, den 28. Juni 1892.

Vorsitzender Reichsbankpräsident Dr. **Koch** eröffnet die Sitzung um 10¼ Uhr.

Ich begrüße die Herren Sachverständigen, die unserem Ruf so bereitwillig gefolgt sind.

Der Inhalt des Fragebogens ist den Herren Sachverständigen wohl bekannt und wollen wir nun gleich mit Nummer 1 beginnen, — „ob sich die Bestimmungen über Zulassung von Papieren zum Handel an der Börse beziehungsweise zur Kursnotirung bewährt haben".

Sachv. **Weidert:** Ich habe die Frage mit „Ja" zu beantworten.

Vorsitzender: Im Allgemeinen glauben Sie, daß sich die bestehenden Bestimmungen bewährt haben. Wie halten Sie es in München, haben Sie dort ebenfalls „leitende Gesichtspunkte" fixirt?

Sachv. **Weidert:** Wir haben keine leitenden Gesichtspunkte. In München ist dem Gesuch um Zulassung eines Papiers zur Kursnotiz ein Prospekt beizufügen.

Vorsitzender: Besteht in München auch eine Sachverständigenkommission an der Fondsbörse?

Sachv. **Weidert:** Wir haben keine Sachverständigenkommission. Die Börse steht bei uns unter dem Handelsverein, nicht unter der Handelskammer wie hier.

Vorsitzender: Der Vorstand des Handelsvereins bestimmt darüber, welche Werthpapiere zugelassen werden?

Sachv. **Weidert:** Ganz recht!

Vorsitzender: Solche Effekten, die in Berlin und Frankfurt amtlich notirt sind, können ohne Weiteres an der Münchener Börse gehandelt werden?

Sachv. **Weidert:** Nein, es wird der Antrag auf Notirung gestellt und seitens der Vorstandschaft genehmigt oder verweigert.

Vorsitzender: Was geschieht denn, um das Publikum über ein solches Papier zu orientiren? Wird in Form eines Prospektes die nöthige Aufklärung gewährt?

Sachv. **Weidert:** Ja, das besteht bei uns auch.

Vorsitzender: Was muß in dem Prospekt enthalten sein?

Sachv. **Weidert:** Es muß Alles enthalten sein, was für das Publikum wissenswerth erscheint. Allein darüber gehen die Ansichten auseinander.

Vorsitzender: Wird in jedem einzelnen Falle bestimmt, was in dem Prospekt stehen muß?

Sachv. **Weidert:** Der Prospekt wird alsdann vorgelegt, und die Vorstandschaft entscheidet vollständig selbstständig.

Vorsitzender: Ein Zeitraum, um Einwände zu erheben, wird dem Publikum nicht gewährt?

Sachv. **Weidert:** Nein.

Vorsitzender: Es ist hier befürwortet worden, eine Frist zu bestimmen, innerhalb deren Einwendungen dagegen erhoben werden.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß das sehr gut sein würde, einen bestimmten Zeitpunkt zu nehmen, innerhalb dessen Einwände zu erheben sein würden.

Vorsitzender: Etwa acht Tage?

Sachv. **Weidert:** Acht bis vierzehn Tage.

Vorsitzender: Vierzehn Tage würde schon etwas lange sein. Es wird gesagt, daß durch eine längere Frist das Risiko zu sehr erhöht wird.

Sachv. **Weidert:** Das will ich zugeben.

Vorsitzender: Sie sehen darin aber keinen Nachtheil?

Sachv. **Weidert:** Nein.

Vorsitzender: Sie haben wohl mehr Erfahrungen auf dem Gebiete des Waarenhandels?

Sachv. **Weidert:** Ich bin persönlich niemals an der Börse thätig gewesen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte an den Herrn Sachverständigen eine Frage zur Aufklärung richten; ich möchte ihn nämlich bitten, sich darüber zu äußern, ob in München eine Prüfung der Angaben des Prospekts seitens der Vorstandschaft in Bezug auf ihre Richtigkeit und Vollständigkeit stattfindet. Hier in Berlin ist das der Fall. Hier wird der Inhalt des Prospekts von dem Börsenkommissariat in Bezug auf die Richtigkeit und die Vollständigkeit der Angaben geprüft. Ist das in München auch der Fall?

Sachv. **Weidert:** Das ist in München auch der Fall. Aber ob das intensiv geschieht, ist eine andere Frage.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie meinen, wie weit die Prüfung einen Werth hat?

Vorsitzender: Sie sind Mitglied des Vorstandes des Handelsvereins?

Sachv. **Weidert:** Ich bin Vorstand der Handels- und Gewerbekammer für Oberbayern, nicht aber Vorstand des Handelsvereins und wiederhole, daß ich die Börse nicht besuche.

Vorsitzender: Dann werden Sie kaum geneigt sein, auf einige der Vorschlage näher einzugehen, die hier bis k formulirt sind. Würden Sie für eine Mitwirkung staatlicher Behörden sein?

Sachv. **Weidert:** Ich halte das nicht für sachdienlich, weil ich glaube, daß alsdann ein allzu großes Vertrauen auf die Mitwirkung gesetzt wird.

Vorsitzender: Sie würden auch das Verbot bestimmter Papiere seitens eines Staatsorgans nicht für zweckdienlich halten?

Sachv. **Weidert:** Nein.

Vorsitzender: Dann fragt es sich, ob Sie wünschen, daß für ausländische Papiere eine besondere Garantie durch

die Forderung eines Mindestbetrages der einzelnen Stücke geschaffen wird.

Sachv. **Weidert:** Das könnte recht zweckmäßig sein, damit nicht die kleinen Leute in Versuchung kommen, an der Börse zu arbeiten, und vor Verlusten bewahrt bleiben. Der Gedanke, der mich bei dem Ausspruch leitete, daß ein Mindestbetrag festgesetzt werden sollte, gipfelt in der Annahme, daß, wenn die Beträge klein sind, das kleine Publikum leicht verleitet wird, sich am Spiel zu betheiligen.

Vorsitzender: Aber man muß doch die Vortheile und die Nachtheile gegen einander abwägen. Wenn man für ausländische Obligationen einen so kleinen Betrag fixiren würde, so schließt man vielleicht gerade gute Papiere von der Anlage aus.

Sachv. **Weidert:** Das kommt für uns in München nicht sehr in Betracht. Die auswärtigen Papiere sind da nicht heimisch.

Vorsitzender: Dann würden Sie aber keine Veranlassung haben, sie auszuschließen, wenn sie nicht heimisch sind.

Sachv. **Weidert:** Sie können es ja werden.

Vorsitzender: Für ausländische Aktien wollen Sie keinen Mindestbetrag? Bestehen nicht dieselben Gründe, welche für inländische Aktien zur Festsetzung eines Mindestbetrags geführt haben, auch hier?

Sachv. **Weidert:** Ich würde ein Minimum auch für ausländische Papiere festsetzen und diese den inländischen Papieren gleich behandeln.

Vorsitzender: Eine andere Frage ist, ob für die Zulassung von Aktien aller Art der Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht werden soll. Hier in Berlin wird 1 Million verlangt.

Sachv. **Weidert:** Bei uns in München werden nur 800 000 Mark gefordert.

Vorsitzender: Halten Sie das für ausreichend?

Sachv. **Weidert:** Dies Minimum würde kaum die richtige Grenze bieten. 800 000 scheinen mir etwas willkürlich gewählt zu sein. Man hat bei uns auf kleinere Gesellschaften Rücksicht genommen.

Vorsitzender: Manchen Sachverständigen ist auch die Summe von 1 Million bereits zu klein erschienen. Sie meinten, daß zum Börsenhandel sich nur Papiere eignen, welche ein größeres Interesse darstellen. Bei den kleinen Gesellschaften sei es nicht nöthig, daß ihre Aktien Gegenstand des Börsenhandels werden.

Sachv. **Weidert:** Ich kann mich der Ansicht anschließen, weil ich glaube, daß kleinere Gesellschaften nicht gerade auf die Aktienform angewiesen sein müssen.

Vorsitzender: Wir haben allerdings die Form der Gesellschaft mit beschränkter Haftpflicht. Aber wenn die Unternehmer einmal die Form der Aktiengesellschaft gewählt haben, soll man den Aktionären Hindernisse im Verkehr bereiten?

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß Nachtheile jedenfalls nicht dadurch entstehen. Zwar hat sich die Form der Aktiengesellschaften eingebürgert, und diejenigen Papiere, die sie haben, würden einen Vorzug erhalten gegenüber denjenigen, die nach Inkrafttreten dieser Bestimmung zur Börse zugelassen werden.

Vorsitzender: Rückwirkend wird es nicht geordnet werden können, aber für die Zukunft würde es Werth haben. Wollen Sie die Regulirung dieser Frage der Gesetzgebung oder den Reglements der einzelnen Börsen überlassen? Es scheint mir, als wenn Sie für so dringlich die Fixirung der Grenze nicht halten, daß Sie sie zum Gegenstand der Gesetzgebung zu machen vorschlagen.

Sachv. **Weidert:** Nein, meine Ansicht geht dahin, daß eine Million als Grenze bestehen kann, aber nicht allgemein, sondern daß die einzelnen Verhältnisse berücksichtigt werden.

Vorsitzender: Dann wäre die Frage d zu erörtern:

„Sollen für die Zulassung zu Aktien dem Prospekt auch die im Artikel 210 Nummer 1 des Handelsgesetzbuches bezeichneten Verträge beigefügt werden?"

Es ist betont worden, es sei zweckmäßig, daß die Verträge irgendwo mit dem Prüfungsbericht ausgelegt werden, damit das Publikum sich mehr informiren könne.

Sachv. **Weidert:** Nach meinen Beobachtungen würde davon kein Gebrauch gemacht werden. Wir haben die Prüfung. Ergiebt die Prüfung der Revisoren Ungünstiges, so werden die Betheiligten auf die Folgen hingewiesen, die Gründung selbst aber wird dadurch nicht aufgehalten. Auch der Richter kann nichts mehr thun, als die Betheiligten aufmerksam machen auf das, was die Prüfung ergeben hat. Dann wäre seine Thätigkeit erledigt.

Vorsitzender: Besteht eine solche Prüfung nicht schon in München, zwar nicht auf Grund eines Gesetzes, wohl aber in der Art, daß der Börsenvorstand sie verlangt?

Sachv. **Weidert:** Nein. Der Vorstand der Börse ist bei uns Vorsitzender des Handelsvereins, und derjenige, der die Prüfenden ernennt, ist Vorsitzender der Handelskammer. Letzterer ernennt diejenigen, welche zu prüfen haben; die geben ihre Expertise ab. Der Richter, der die Eintragung zu bewerkstelligen hat, wird sich die Betheiligten kommen lassen und die Ergebnisse der Prüfung, wenn sie ungünstig sind, ihnen vorhalten. Allein weiter kann er nichts thun.

Vorsitzender: Wenn eine Aktiengesellschaft eingetragen ist, und die Aktien an die Börse kommen, so wird nicht verlangt, daß die Gründungsurkunden noch einmal ausgelegt werden?

Sachv. **Weidert:** Nein, die Börse sollte allerdings Kenntniß davon erhalten.

Vorsitzender: An einer gut zugänglichen Stelle, damit das Publikum sie leicht einsehen kann?

Sachv. **Weidert:** Ja, das ist meine Meinung. Ich wollte die Gelegenheit nicht vorübergehen lassen, um zu konstatiren, wie bei uns die Praxis ist.

Vorsitzender: Die weitere Frage (f) bezieht sich darauf, ob nicht bloß bei Aktien eine Verantwortlichkeit der Ankündigenden für den Inhalt des Prospekts gesetzlich einzuführen beziehungsweise zu verschärfen ist.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß eine Verschärfung nicht zweckmäßig sein würde. Ich sehe keinen Grund hierfür ein, solange die geltenden Bestimmungen nicht angewandt werden.

Vorsitzender: Das Aktiengesetz enthält eine gewisse Fixirung der Verantwortlichkeit, zivilrechtlich aber nur der Gesellschaft gegenüber. Nun entsteht die Frage: soll die Verantwortlichkeit nicht auch ausgesprochen werden gegenüber den Besitzern der Papiere, und zwar auch bei Anleihescheinen, also z. B. gegenüber den Obligationären?

Sachv. **Weidert:** Als ein besonderes Bedürfniß vermag ich dies nicht anzuerkennen, glaube aber, daß auch bei Aktien unter Umständen eine größere Verantwortlichkeit des emittirenden Hauses zu ermöglichen sein würde.

Vorsitzender: Wenn Sie das Handelsgesetzbuch zur Hand nehmen wollen, so enthält Artikel 249a zunächst Strafbestimmungen für wissentlich falsche Angaben bei Ankündigung von Papieren zu dem Zweck, sie in den Handel zu bringen. Artikel 213b enthält Bestimmungen über die zivilrechtliche Haftung der Ankündigenden bei Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben hinsichtlich der Gründung oder böslicher Schädigung im Falle der Wissentlichkeit oder Verletzung der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes.

Sachv. **Weidert:** Diesen Artikel habe ich gerade im Auge gehabt. Es ist eine Einschränkung insofern wünschenswerth, als die Frist eine verhältnißmäßig kurze ist. Die Frist ist auf zwei Jahre beschränkt.

Vorsitzender: In Artikel 213b haben wir eine zwar verklausulirte, aber bestimmte Haftung auch für Kulpa. Wollen Sie die weitere Ausdehnung dieser Haftung empfehlen?

Sachv. **Weidert:** Ich verkenne nicht, daß die Schwierigkeit eine große sein könnte. Wenn aber bei Prüfung durch die Revisoren sich unrichtige Angaben herausstellten, so sollte die Möglichkeit gegeben sein, auch nach Verlauf von zwei Jahren die Schuldigen dafür noch haftbar zu machen, eine Zeitdauer, über welche leicht wegzukommen ist.

Vorsitzender: Sie haben zwei Jahre gewartet?

Sachv. **Weidert:** Sie konnten es über die ersten zwei Jahre ohne besondere Mühe wegbringen; das ist leicht möglich.

Vorsitzender: Sie wären also für die Beseitigung der Beschränkung auf zwei Jahre?

Sachv. **Weidert:** Ich weiß nicht, ob das möglich sein würde. Die Tragweite ist mir nicht klar. Eine Erweiterung der Fortdauer würde ich für ersprieslich erachten.

Vorsitzender: Halten Sie eine Zeitbestimmung überhaupt für entbehrlich? Soll das Emissionshaus in infinitum haften oder wollen Sie eine Frist von fünf Jahren seit Eintragung der Gesellschaft?

Sachv. **Weidert:** Fünf Jahre ist wohl genügend.

Vorsitzender: Das ist immerhin beschränkt auf die Haftung der Gesellschaft gegenüber. Wäre es nun gut, daß man auch dem einzelnen Aktienbesitzer das Recht zu klagen geben könnte?

Sachv. **Weidert:** Der einzelne Aktienbesitzer hat in der Generalversammlung die Möglichkeit —

Vorsitzender: Aber wenn er unterliegt?

Sachv. **Weidert:** Er braucht nicht in die Majorität zu kommen, es genügt, daß ein bestimmter Prozentsatz dem Gedanken weitere Folge geben will.

Vorsitzender: Es wird Ihnen doch das Treiben in manchen Generalversammlungen bekannt geworden sein und daß es mitunter wenigen Interessenten gelungen ist, bei kleineren Unternehmungen das ganze Aktienkapital in ihrer Hand zu vereinigen beziehungsweise zu beherrschen. Die außerhalb dieses Treibens stehen, sind nicht geschützt. Diese Erfahrung hat dazu geführt, daß man meint, ohne Rücksicht auf Gesellschaftsbeschlüsse müsse man dem einzelnen Aktienbesitzer das Recht einräumen, zu klagen, wenn er sich durch unvollständige oder falsche Angaben geschädigt glaubt.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, das würde zu weit gehen.

Vorsitzender: Von anderen Herren Sachverständigen ist allerdings ebenfalls gesagt worden, daß der Unternehmungsgeist zu sehr leiden würde, wenn diese Verantwortlichkeit auf zu lange Zeit ausgedehnt würde. Das Risiko der Emission wird dadurch vermehrt. Es ist hier und da die Ansicht hervorgetreten, daß ein genügender Schutz des Publikums durch das Ansehen des Emissionshauses geboten wird.

Sachv. **Weidert:** Das unterliegt keinem Zweifel, daß ein Haus, welches einen guten Klang besitzt, bei dem Publikum einen Vorzug genießt, allein die Erfahrung hat doch gezeigt, daß dies allein noch nicht genügend ist.

Vorsitzender: Dann entsteht aber die Frage für Obligationen: Soll da kein Schutz des Publikums eintreten?

Sachv. **Weidert:** Bei Obligationen halte ich das weniger für nothwendig.

Vorsitzender: Es kommen doch auch hier Fälle vor, wo die Prospekte nicht ganz vollständig oder ungenau gewesen sind, oder doch behauptet wird, daß das Publikum nicht genügend aufgeklärt worden sei.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß die Tragweite der Gefahr bei Obligationen eine weit geringere sein wird, — ausgeschlossen ist sie ja nicht, immerhin wird sie geringer sein als bei Aktien.

Vorsitzender: Sie glauben also, daß bei der Emission von Obligationen keine Verantwortlichkeit festgesetzt werden soll?

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß die Verantwortlichkeit bei Obligationen nicht so vordringlich ist wie bei Aktien, wenigstens nach den Beobachtungen, die wir bei uns gemacht haben.

Vorsitzender: Nach dem bestehenden Recht besteht jetzt schon eine Verantwortlichkeit für Dolus und, wie wenigstens viele meinen, auch für Kulpa; würden Sie nicht vorschlagen, daß die Gesetzgebung das näher fixirt?

Sachv. **Weidert:** Ich hätte hiergegen eine Erinnerung nicht zu machen. Allein ich halte es für weniger dringlich.

Vorsitzender: Was soll die Gesetzgebung bei Obligationen bestimmen? Würden Sie befürworten, daß die Obligationäre klagen sollen, wenn ein genügendes Maß von Sorgfalt nicht angewendet worden ist?

Sachv. **Weidert:** Nein, das würde ich nicht, weil ich befürchte, daß ohne Grund zu weit gegangen und dem Emissionshaus Nachtheile bereitet werden könnten.

Vorsitzender: In welcher Weise könnte man das machen? Soll man die Obligationäre zu einer Körperschaft vereinigen, wie das in Oesterreich besteht? Sie würden nicht dafür sein?

Sachv. **Weidert:** Nein, Vorschläge desfalls zu machen, bin ich nicht in der Lage.

Vorsitzender: Ich habe einen Punkt übergangen, Frage e, ob die Zulassung von Aktien vom Ablauf eines gewissen Zeitraumes seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, das habe ich schon bei der Frage der Frist beantwortet. Ich bin der Meinung, daß hier ein Zwischenraum Platz greifen soll.

Vorsitzender: Es war das die Frage, ob zwischen dem Aushang und der Zulassung eine Frist festgesetzt werden

solle; hier aber steht zur Erörterung, ob seit Eintragung ins Handelsregister eine Frist vergehen muß, ehe der Handel an der Börse zugelassen wird. Die Sachverständigen, welche wir gehört haben, waren für eine Frist von ein bis zwei Tagen auch hier. Bei einer längeren Frist befürchtete man, daß das Risiko dadurch vermehrt wird.

Sachv. **Weidert:** Das wird jedenfalls sein. Ich glaube, daß eine kürzere Frist zweckmäßig sein würde, eine lange Frist würde ich nicht empfehlen, ein bis zwei Tage erachte ich für unzulänglich.

Vorsitzender: Welche würden Sie empfehlen?

Sachv. **Weidert:** Ich würde eine solche von fünf bis sechs Monaten befürworten.

Vorsitzender: Dann kommen wir zu der Frage g, ob in dem Prospekt der Uebernahmepreis angegeben werden soll.

Sachv. **Weidert:** Nein.

Vorsitzender: Das halten Sie nicht für nöthig?

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß das nicht die Vortheile bringen kann, die man erwartet. Eine derartige Vorschrift würde kaum dazu beitragen, die Solidität zu vermehren.

Vorsitzender: Dann folgt die Frage h, ob es sich empfiehlt, den Prospektzwang auszudehnen auf alle Konvertirungen und auf Kapitalserhöhungen.

Sachv. **Weidert:** Die Frage beantworte ich entschieden mit: Ja.

Vorsitzender: Frage i:

„Soll eine längere Frist zwischen dem Aushang beziehungsweise der Veröffentlichung und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen?"

Es ist mitunter beobachtet worden, daß das Papier schon gehandelt worden ist, bevor die Zulassung erfolgte. Es ist vielfach angeregt worden, man müsse dem Publikum Zeit lassen, sich über die Verhältnisse des Papiers mehr zu erkundigen; deshalb würde es zweckmäßig sein, eine Frist festzusetzen, ein Wunsch, der auch von einzelnen Herren Sachverständigen unterstützt ist.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß derjenige, der ein Papier will, sich schon genügend erkundigen wird. Ich sehe keinen Grund, aus dem eine Vorschrift für eine längere Frist gegeben werden soll.

Vorsitzender: Sie würden sie aber nicht für schädlich halten? Man könnte doch darin eine Garantie gegen die Spielwuth erblicken.

Sachv. **Weidert:** Die Spielwuth wird in der Regel dadurch angeregt, daß in der Presse vorher über das Papier gesprochen wird, daß diejenigen, welche sich am Kauf betheiligen, häufig nicht eine dauernde Anlage machen, sondern rasch von der Stimmung, die Platz greift, einen Vortheil erzielen wollen, wovon sie sich nicht abhalten lassen würden, wenn einige Tage Zwischenraum gegeben wird. In Folge dessen verspreche ich mir davon nicht viel.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen nicht mißverstanden habe, so äußerte er sich bei der ersten Frage, daß er eine Frist von acht bis vierzehn Tagen empfehlen würde, bis ein Papier zur Zeichnung an der Börse zugelassen wird.

(Sachv. Weidert: Ja!)

Dann würden Sie doch eine derartige Frist empfehlen?

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß es für das Emissionshaus Schaden nicht bringen würde.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es würde immerhin die Verantwortlichkeit des Emissionshauses und das Risiko erhöht werden. Dann sagten Sie auf die Frage des Herrn Präsidenten, ob man nicht unter Abwägung aller Verhältnisse sich gleichwohl für die Frist aussprechen solle, Sie wären dafür, daß eine Frist von acht bis vierzehn Tagen gestellt werden möchte. Andererseits muß berücksichtigt werden, daß man dem Publikum die Gelegenheit geben muß, sich über die Bonität der betreffenden Effekten zu informiren, namentlich wenn es sich um ausländische Aktienunternehmungen handelt. Wenn heut die Entscheidung an die Börsenorgane herantritt, ehe die Presse die Sache aufgeklärt hat, so ist das Publikum nicht im Stande, binnen 24 Stunden sich über die Bonität eines solchen Unternehmens zu informiren. Ich glaube, das ist ein Gesichtspunkt, der Erwägung verdient.

Sachv. **Weidert:** Ich bin von der Ansicht ausgegangen, daß über derartige Emissionen in der Regel die Presse sich schon vorher geäußert hat.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Bei Aktienunternehmungen, namentlich lokalen Charakters, ist das nicht immer der Fall, wenigstens nicht in ausreichender Weise. Es kann sein, daß hier und da einzelne Blätter, die gerade Beziehungen zu dem betreffenden Emissionshause haben, derartige Mittheilungen bringen, aber es wird nicht zur Kenntniß des großen Publikums gebracht, wenigstens besteht keine Garantie dafür.

Sachv. **Weidert:** Das ist richtig. Ich habe mich nicht dagegen ausgesprochen, aber besondere Vortheile erwarte ich nicht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich stehe unter dem Eindruck, als ob Sie sich bei der ersten Frage mehr für eine Frist ausgesprochen hätten.

Vorsitzender: Sie versprechen sich keine großen Vortheile davon; Sie wissen aber auch keine Nachtheile?

Sachv. **Weidert:** Bei einer Frist von acht Tagen erblicke ich für das Emissionshaus keine Gefahr.

Vorsitzender: Endlich steht die Frage k zur Erörterung, ob der Handel per Erscheinen wenigstens insoweit verboten werden soll, als er in die Zeit vor der Zutheilung oder doch vor der Zeichnung fällt. Haben sich nach Ihrer Kenntniß aus dem Handel per Erscheinen Gefahren ergeben?

Sachv. **Weidert:** Es scheint mir, daß der Handel per Erscheinen verboten werden soll, weil ich glaube, daß alsdann weniger Mißbrauch getrieben werden kann.

Vorsitzender: Er findet in München thatsächlich doch statt?

Sachv. **Weidert:** Wir haben weniger Erfahrung darin. Aber ich bin der Meinung, daß eine Beschränkung keinerlei Schaden bringen könnte.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Nach meiner Information besteht eine Staatsaufsicht über die Börse in Bayern überhaupt nicht. Die Börse kann ohne Einwirkung des Staates errichtet werden und selbstständig ihre Thätigkeit regeln. Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so besteht auch nicht einmal eine Kontrole des Börsenbetriebes durch öffentliche Organe, wie es die Handels- oder Gewerbekammern sind, sondern der Handelsverein ist ein von Privatpersonen begründeter Privatverein, der den Börsenbetrieb ganz selbstständig regelt. Der Herr Sachverständige hat sich gegen die Einführung einer Staatsaufsicht ausgesprochen,

wenigstens die Frage zu a verneint. Wäre es nicht gerechtfertigt, da bei Zulassung der ausländischen Werthe in großem Umfange öffentliche Interessen in Frage kommen, und da die Wahrung dieser Interessen durch einen reinen Privatverein doch sehr wenig sachgemäß ist, daß in irgend einer Weise ein öffentliches Organ mit der Beaufsichtigung betraut werden müßte, daß wenigstens eine allgemeine Staatsaufsicht, wie wir sie in Preußen haben, eingeführt werden müßte?

Vorsitzender: Wir sind allerdings jetzt nicht bei einer Beaufsichtigung der Börse überhaupt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte mich dann hier wenigstens auf die Emissionsthätigkeit beschränken.

Sachv. **Weidert:** Es ist richtig, daß die Börse bei uns unter einen Privatverein gestellt ist. Allein der Staat hat sich insofern einen Einfluß gewahrt, als er bestimmen kann, daß die Börse unter die Leitung der Handels- und Gewerbekammer gestellt werden kann. Ich bin auch der Meinung, daß es für die Börse förderlich sein würde, wenn dieselbe unter eine Handelskammer oder Handels- und Gewerbekammer gestellt würde. Das ist aber etwas Anderes als unter Staatsaufsicht.

Vorsitzender: Wo steht die von Ihnen erwähnte Bestimmung? Im bayerischen Ausführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch steht sie nicht.

Sachv. **Weidert:** Sie steht in der Verordnung über Errichtung von Handels- und Gewerbekammern. Ich habe ein Exemplar der Verordnungen nicht hier, kann aber bestimmt behaupten, daß es so ist. Die Verordnung für Bayern datirt aus dem Jahre 1868, eine Abänderung hat vor Jahren Platz gegriffen.

Vorsitzender: Die Bestimmung gilt also gerade hinsichtlich der großen Börsen in München und in Augsburg.

Sachv. **Weidert:** Wir hatten früher Gremien, in den sechziger Jahren wurde in München das bis dahin bestandene Gremium aufgelöst, einige Zeit darauf aber der Handelsverein gebildet. Dieser nahm die Börse in die Hand. Man hat nicht ein Bedürfniß gefühlt, eine Aenderung eintreten zu lassen, aber in den Verordnungen von 1868 und 1889 – denn damals wurde die erste Verordnung revidirt — kommt der Passus ganz genau vor, daß die Börse unter die Handels- und Gewerbekammer gestellt werden kann.

Vorsitzender: Aber es ist davon kein Gebrauch gemacht worden.

(Sachv. Weidert: Nein!)

Seit wann datirt die Einrichtung in München?

Sachv. **Weidert:** Wir hatten früher eine Börse. Dann ging sie ein. Nach meiner Erinnerung wurde sie im Jahre 1870 wieder errichtet.

Vorsitzender: Da bestand doch schon die Verordnung von 1868, wonach die Aufsicht in die Hände des Staats gelegt werden kann. Warum hat man das nicht gethan?

Sachv. **Weidert:** Weil der Handelsverein früher bestand. Die Verordnung ist von 1868, trat aber erst 1869 in Kraft.

Vorsitzender: Und die Augsburger Börsenordnung?

Sachv. **Weidert:** Da ist es ebenso. Da besteht ebenfalls ein Handelsverein.

Vorsitzender: Würden Sie es für zweckmäßig halten, daß bei der Zulassung von Papieren ein staatliches Organ mitwirkt?

Sachv. **Weidert:** Nach den Beobachtungen, die ich gemacht habe, würde es zweckmäßig sein, daß die Börse unter eine Handels- und Gewerbekammer gestellt würde.

Vorsitzender: Sie glauben, daß die öffentlichen Interessen dabei eine genügende Vertretung finden?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn ich mir die Frage gestatten darf: Sie meinen Handels- und Gewerbekammer, also nicht eine einseitige Vertretung der Handelsinteressen, sondern der gesammten Gewerbe, insbesondere auch der Großindustrie, der Kleinindustrie und des Handwerks?

Sachv. **Weidert:** Jawohl, auch der Kleinindustrie und des Handwerks.

Vorsitzender: Wir können dann zur Vernehmung des Herrn Geheimrath von Pflaum übergehen. Wollen Sie sich über die allgemeine Frage aussprechen.

Sachv. **von Pflaum:** Zur Beurtheilung meines Standpunkts erlaube ich mir vorauszuschicken, daß an meinem Wohnort Stuttgart eine kleine Börse existirt, an der nur ein Handel in inländischen Staatspapieren, Obligationen, Industrieobligationen und inländischen Aktien stattfindet. Diese Börse untersteht der Handels- und Gewerbekammer in Stuttgart dadurch, daß alljährlich Börsenkommissare ernannt werden, welche von der Handels- und Gewerbekammer ernannt werden müssen. Die Handels- und Gewerbekammer ist errichtet nach dem Gesetz von 1874, wonach in Württemberg acht Handels- und Gewerbekammern bestehen, welche unter dem Ministerium des Innern und zunächst unter der Zentralstelle für Gewerbe und Handel stehen. Dadurch, daß die Gewerbe- und Handelskammer eine Einwirkung auf die Besetzung der Börsenkommissarstellen ausübt, ist hier eine gewisse Kontrale vorhanden. Das Geschäft in Stuttgart dreht sich hauptsächlich an der Börse um inländische Papiere. Es schließt aber nicht aus, daß ein großer Umsatz auch in anderen Papieren dadurch stattfindet, daß die Börsen von Frankfurt und Berlin für die Ausführung der Aufträge benutzt werden.

Vorsitzender: Die Handels- und Gewerbekammer entscheidet auch über die Zulassung der Papiere?

Sachv. **von Pflaum:** Doch nicht. Die Entscheidung über die Zulassung von Werthpapieren zur Notiz findet durch eine Delegation des Börsenausschusses statt, die gebildet wird durch den Vorsitzenden, den stellvertretenden Vorsitzenden und einige Mitglieder des Börsenausschusses. Die Publikation des Prospekts wird einer Genehmigung bis jetzt nicht unterzogen.

Vorsitzender: Dieselbe erfolgt aber thatsächlich doch?

Sachv. **von Pflaum:** Sie erfolgt, und damit ist eine amtliche Notirung nicht nöthig.

Vorsitzender: Der Ausschuß der Börse muß also entscheiden?

Sachv. **von Pflaum:** Er muß über die amtliche Notirung entscheiden. Wenn ein Papier zur Notirung gelangen soll, so verlangt er die Einreichung des Prospektes, die Einreichung der Gründungsakten, und unter Umständen sucht er noch andere Informationen zu erlangen, um darüber schlüssig zu werden, ob das betreffende Papier notirt werden darf.

Vorsitzender: Nach welcher Richtung hin erfolgt die Prüfung?

Sachv. **von Pflaum:** Hier sind auch hauptsächlich maßgebend die Bestimmungen der Börse in Frankfurt. Die Normen, welche dort in den letzten Jahren eingeführt wurden, werden auch in Stuttgart als maßgebend betrachtet. Es giebt aber

eine große Anzahl von Papieren bei uns, von welchen lediglich die Emission stattfindet, ohne daß auf Kursnotirung überhaupt Werth gelegt worden ist, weil sie sich entweder in den Händen der Emittenten oder von Interessenten befinden, welche auf die Kursnotirung keinen Werth legen. Die Formalitäten sind die, daß das emittirende Haus an den Börsenausschuß das Ersuchen stellt, und daraufhin, wenn die Genehmigung zur Notirung gegeben ist, unter der Bedingung, daß ein thatsächlicher Umsatz stattfindet, dann werden die vereideten Börsensensale mit dem Geschäfte in dem betreffenden Papiere betraut. Die Sensale — das ist vielleicht eine Einrichtung, die ganz einzig in ihrer Art ist — werden von der städtischen Verwaltung auf Vorschlag der Handelskammer angestellt.

Vorsitzender: Auf die Maklerfrage kommen wir nachher noch. Ich bitte, sich über die Zulassung auszusprechen. Verlangen Sie, daß ein Prospekt veröffentlicht werden muß?

Sachv. **von Pflaum:** Ja. Das heißt, in der Regel sind die Prospekte schon veröffentlicht, ehe die Notirung an der Börse beantragt wird. Es werden die formalen Eigenschaften, welche für eine Notirung maßgebend sind, seitens des Börsenausschusses resp. der Delegation geprüft.

Vorsitzender: Wie weit erstreckt sich aber die Prüfung? Sehen Sie bloß auf eine Vollständigkeit der Angaben oder auch auf materielle Solidität?

Sachv. **von Pflaum:** Nur auf Vollständigkeit der Angaben. Eine materielle Prüfung ist nicht vorhanden. Wir sehen bei Aktienemissionen nur darauf, daß die Gründungsberichte vollständig vorhanden sind.

Vorsitzender: Wenn Sie zu der Ueberzeugung kommen, daß ein schlechtes Papier gehandelt werden soll, würde da die Zulassung verweigert werden?

Sachv. **von Pflaum:** Das ist schon geschehen. Es sind auch weitere Nachweise verlangt worden über die Unbedenklichkeit des betreffenden Werthpapieres, ehe die Notirung zugelassen worden ist. Es war eine Aktienziegelei, da hatten wir lange Zeit Abstand genommen, die Notirung des Papiers zuzulassen. Erst nachdem wiederholt die Bedenken behebende Auskünfte gegeben worden sind, wurde die Notirung zugelassen.

Vorsitzender: Würden Sie sich für den Erlaß von allgemeinen einheitlichen Bestimmungen für alle deutschen Börsen aussprechen?

Sachv. **von Pflaum:** Ich würde dafür sein, daß Normativbestimmungen für die Notirungen gemacht werden, wobei allerdings auf die Eigenthümlichkeiten und Gewohnheiten der einzelnen Börsen Rücksicht genommen werden muß.

Vorsitzender: Es ist gesagt worden, daß man einheitliche Bestimmungen erlassen müsse unter Wahrung einer gewissen Elastizität. An den einzelnen Börsen sind zwar die Grundsätze durch den Druck fixirt, aber sie werden nicht buchstäblich befolgt, sondern lassen dem verständigen Ermessen im Einzelfalle Raum.

Sachv. **von Pflaum:** Gewiß. Man muß eine gewisse Elastizität der Bestimmungen zulassen. Ich glaube, daß sich wohl Normativbestimmungen fassen lassen, welche für das ganze Reich im Großen und Ganzen maßgebend sein können. In der That haben wir uns überall nach den Bestimmungen der Börse von Frankfurt gerichtet, ohne daß hierfür ein Zwang vorhanden war.

Vorsitzender: Die Frankfurter Bestimmungen sind ja den Berlinern nachgebildet.

Sie halten es also für zweckmäßig, daß von Reichswegen allgemeine Bestimmungen gegeben werden?

Sachv. **van Pflaum:** Allgemeine Bestimmungen, welche aber so weit gefaßt sind, daß für die einzelnen Fälle und die einzelnen Börsen begründete Abweichungen möglich sind.

Vorsitzender: Dann kommen wir zu der Unterfrage a, ob eine Mitwirkung staatlicher Behörden bei der Zulassung eintreten soll.

Sachv. **van Pflaum:** Da bin ich entschieden dagegen. Es würde erstens eine Verantwortung für die Behörden eintreten, die sie absolut nicht übernehmen können. Zweitens würde dadurch der Emission eine Eigenschaft gegeben werden, die sie thatsächlich nicht hat. Man würde glauben, daß alles staatlich approbirt ist, und ohne weitere Prüfung würde man sich blindlings an den einzelnen Unternehmungen betheiligen, während es doch einzig richtig ist, daß Jeder, der Geld anlegen will, sich bedenkt, ob er die richtige Anlage macht und die Konsequenzen derselben selbst erwägt. Ich erlaube mir, auf einen Vorgang aufmerksam zu machen, der in den letzten Tagen in der hessischen Kammer gespielt hat. Die hessische Regierung hat auf eine Interpellation bezüglich der Regierungskommissarien bei der Darmstädter Bank den dringenden Wunsch ausgesprochen, daß die Statuten geändert werden möchten, damit künftig die Staatskommissare nicht mehr bei der Bank zu fungiren haben. Nach außen sähe es aus, als ob sie eine thatsächliche Einwirkung auf die Geschäfte hätte, was doch nicht der Fall sei.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Haben nach Ihrer Erfahrung die Gründungen, die von der Darmstädter Bank ausgegangen sind, eine günstigere Aufnahme im Publikum gefunden mit Rücksicht auf die Beaufsichtigung dieser Bank durch einen Staatskommissar? Ist also das eingetreten, was Sie eben befürchteten? Ich muß sagen, in der Presse ist von der Existenz des Staatskommissars erst die Rede gewesen, als die Portugiesen nothleidend geworden waren. Ich glaube also, das große Publikum hat früher von der Existenz desselben auch keine Ahnung gehabt. Wenn aber Ihr Bedenken richtig war, so würden die Gründungen und Emissionen der Darmstädter Bank sich einer günstigeren Aufnahme zu erfreuen gehabt haben, als die Unternehmungen anderer Banken.

Sachv. **van Pflaum:** Ich gestatte mir, darauf zu erwidern, daß ich nur davon sprach, welche Aeußerungen in der Kammer seitens der Regierung gethan worden sind, und welchen Standpunkt dieselbe eingenommen hat. Ich bin nicht in der Lage, auf die Frage, die Herr Geheimrath Gamp jetzt an mich gestellt hat, Antwort zu geben; ich bin da nicht informirt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie sagten, die Mitwirkung eines derartigen Staatskommissars hat die und die Bedenken. Nun haben wir einen derartigen Staatskommissar bei der Darmstädter Bank. Ich glaube also, daß meine Frage völlig berechtigt war, und daß derjenige, der behauptet, die Mitwirkung eines Staatskommissars würde bedenkliche Folgen haben, sich in der Lage befindet, an den Verhältnissen der Darmstädter Bank zu exemplifiziren, ob seine Befürchtungen gerechtfertigt sind oder nicht.

Sachv. **von Pflaum:** Bei der Darmstädter Bank bin ich nicht in der Lage, das dokumentiren zu können. Mein Eindruck ist der, und ich finde ihn bekräftigt durch die Beantwortung der Interpellation in den letzten Tagen in der hessischen Kammer, daß die Thätigkeit der Regierungskommissarien bei Kreditbanken lediglich auf Formalitäten beschränkt ist. Sie wohnen den Sitzungen des Aufsichtsraths bei, ohne auf die Geschäfte einwirken zu können, und ist ihre Aufgabe, zu beachten, daß die Statuten stets eingehalten werden. Im Uebrigen ge-

statte ich mir zu bemerken, daß bis jetzt, bis zu dem unglücklichen Fall betreffs der portugiesischen Anleihe, die Darmstädter Bank stets mit äußerster Vorsicht vorgegangen ist, und daher haben ihre Emissionen stets günstige Aufnahme beim Publikum gefunden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das letztere würde gerade beweisen, daß die Mitwirkung des Staatskommissars im Allgemeinen einen günstigen Einfluß gehabt hat. Wenn gesagt wird, daß sich gerade Emissionen der Darmstädter Bank durch besondere Solidität ausgezeichnet haben, dann weiß ich nicht, wie man daraus auf die Mitwirkung des Staatskommissars ungünstige Schlüsse ziehen kann.

Sachv. **von Pflaum:** Nach meinen Erfahrungen hat die Mitwirkung des Staatskommissars keinen Einfluß gehabt. Er ist rein formell da. Er hat darüber zu wachen, daß die Statuten beobachtet werden; weiter nichts. Er ist alle vier Wochen bei den Berathungen des Aufsichtsraths anwesend, und hat die Verpflichtung, darüber zu wachen, daß nichts gegen die Statuten geschieht. Eine andere Mitwirkung hat er nicht.

Vorsitzender: Dann können wir übergehen zu der nächsten Frage b, ob die Zulassung ausländischer Papiere zum Handel und zur Kursnotiz von einem Mindestbetrag der einzelnen Stücke abhängig gemacht werden soll.

Sachv. **von Pflaum:** Nein, ich glaube nicht, denn erstens sind die kleinen Summen, wenn man sie summirt, verhältnißmäßig so gering, daß eine Benachtheiligung irgendwelcher Art mir nicht denkbar erscheint. Dann würde man wirklich hierdurch unmöglich machen, daß sehr solide ausländische Anlagen in kleineren Summen auch dem kleineren Kapitalisten zugänglich werden, der einen höheren Zinsfuß, als ihn die inländischen Papiere bieten, haben will.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagt, es wäre dem kleinen Publikum dadurch die Möglichkeit gegeben, solide ausländische Papiere mit einem wesentlich höheren Zinsfuß zu erwerben. Steht denn nicht der Zinsfuß immer in Beziehung zu der Sicherheit der Anlage und muß nicht jede Erhöhung des Zinsfußes auch bei ausländischen Papieren durch eine Einbuße an der Sicherheit der Anlage erkauft werden, und wenn das der Fall ist, muß dann nicht für die kleinen Kapitalisten mehr auf sichere Werthe als auf verhältnißmäßig höheren Zinsfuß Werth gelegt werden?

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, daß es nicht richtig ist, stets nur zu sagen, daß der höhere Zinsfuß ein höheres Risiko involvirt. Es giebt eben Länder, welche wegen ihrer Kapitalbildung und ihrer volkswirthschaftlichen Lage und dem Stande von Handel, Industrie und Landwirthschaft mit einem ganz anderen Zinsfuß zu rechnen haben, als wir in Deutschland, und dadurch auch einen höheren Zinsfuß für ihre Papiere geben können, als wir in Deutschland ihn gewohnt sind. Ich erlaube mir beispielsweise Italien zu erwähnen. Italien gehört sicherlich nicht unter die unsoliden Staaten bezüglich seiner Finanzwirthschaft, und doch ist der Zinsfuß höher wie bei uns.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn man den Zinsfuß der Portugiesen berücksichtigt, so hätte dies auch ein ziemlich sicheres Papier sein müssen, denn bei der Konvertirung wurden die Portugiesen in $4^1/_2$ prozentige Papiere zu 96 umgetauscht. Da wir im Inlande eine große Reihe von besten und ganz sicheren Anlagen z. B. in Industrieobligationen haben, die $4^1/_2$ Prozent bringen, so hat man damals die Portugiesen auf die ungefähr gleiche Stufe gestellt. Ist es nicht wünschenswerther, daß das kleine Publikum nicht ein solches Risiko

übernimmt, da es viel weniger sich in der Lage befindet, ein ausländisches Papier prüfen zu können, und sich namentlich von ausländischen Aktien fern hält, da nach dem Aktiengesetz bei inländischen Unternehmungen eine Reihe von Kautelen bestehen, die bei ausländischen überhaupt fortfallen?

Sachv. **von Pflaum:** Zunächst möchte ich bemerken, daß alle menschlichen Dinge stets der Unvollkommenheit unterworfen sein werden. Man kann noch so viele Vorsicht anwenden und wird dennoch auch bei inländischen Papieren dasselbe erleben können wie bei Portugiesen. Es gab einen Zeitpunkt, wo das englische Kapital sich Portugal in die Arme warf und wo es durch den Rückgang des Zinsfußes den Anschein hatte, daß die portugiesischen Finanzen sich wesentlich gebessert haben; dann kamen Zwischenfälle, die Kolonialpolitik Portugals und der Zwist mit England, wodurch sich das englische Kapital zurückzog. Hierdurch entstand die Verschlechterung des Standes der Landeswährung und eine vollständige Veränderung der Vermögenslage des Landes. Ich will nicht zu weit in diese Frage eingehen. Ich sage: Irrthümer sind dort vorgekommen, sie werden aber auch im Inlande möglich sein. Man darf aber das Verkehrsgebiet nicht einschränken, nur weil ein paar Mal solche Fälle vorgekommen sind. Veranlasse man das Publikum, seine Augen offen zu haben und zu prüfen. In dieser Beziehung stehe ich auf dem Standpunkt der vollständigsten Verkehrsfreiheit. Es wäre eine nicht gerechtfertigte Bevormundung des Publikums, wollte man die Anlage in fremden Werthen theilweise verbieten. Dies würde seine Konsequenzen auch nach anderer Richtung zur Geltung bringen; auch würde man hierdurch das Urtheil des Publikums bei Geldanlagen in einer Weise abschwächen, die zu großen Nachtheilen führen dürfte.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Die inländische Aktiengesetzgebung hat unter Zustimmung der gesetzgebenden Faktoren für inländische Aktienunternehmungen Beschränkungen eingeführt, z. B. den Mindestbetrag der Aktie auf 1000 Mark festgesetzt. Meines Erachtens ist es doch ein befremdlicher Zustand, daß die ausländischen Aktien auch mit einem Betrage von 200 Mark bei uns gehandelt werden dürfen, während inländische Aktien nur im Minimalbetrage von 1000 Mark unseren Markt in Anspruch nehmen können.

Sachv. **von Pflaum:** Ich stehe nicht auf dem Standpunkt. Ich habe seiner Zeit der Erschwerung der Gründungen dadurch, daß der Mindestbetrag der Aktie auf 1000 Mark festgesetzt wird, zugestimmt, weil ich glaube, daß die Aktie nur für einen gewissen Theil des Publikums geeignet ist. Aber bezüglich der fremdländischen Aktien stehe ich nicht auf dem Standpunkt, weil ich mir sage, daß derjenige, der fremde Aktien kauft, die Augen genau aufzumachen hat und genau wissen muß, was er kauft. Nach meinen Erfahrungen werden fremdländische Aktien nur von solchen Personen als Anlagen gekauft, welche die maßgebenden Verhältnisse kennen; die Höhe des Aktienbetrags wird hierbei nicht entscheidend sein. Deshalb glaube ich, daß der Unterschied ein vollständig berechtigter ist, eine solche Beschränkung würde den Ausschluß einer großen Anzahl sehr solider Eisenbahnaktien zur Folge haben.

Vorsitzender: Wollen Sie sich, bitte, noch darüber äußern (Unterfrage c), ob für die Zulassung von Aktien der bisher grundsätzlich an den größten Börsen geforderte Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht werden soll.

Sachv. **von Pflaum:** Ich bin zwar der Ansicht, daß normative Bestimmungen gegeben werden sollen, ich stehe aber auf dem Standpunkt, daß es kleine Aktiengesellschaften giebt, die ebenso berechtigt, vielleicht noch berechtigter als große sind. Ich würde die Bestimmung vorschlagen, daß auch Aktiengesellschaften mit einem Grundkapital unter 1 Million in den-

jenigen Ländern, in denen ihr Domizil ist, zur Notiz zugelassen werden.

Vorsitzender: Also Sie wollen nicht nur nicht Erhöhung, sondern sogar Ausnahmen?

Sachv. **von Pflaum:** Ich gehe von der Ansicht aus, daß Aktiengesellschaften, die ein Grundkapital von nur 500 000 Mark haben, wie beispielsweis Trambahnen oder kleinere Tertiär- oder Vizinalbahnen sehr nützliche Gründungen sind, und ich möchte diese Gründungen fördern. Das ist nur möglich, wenn man da, wo die Gesellschaft ihren Sitz hat, die Placirung dadurch unterstützt, daß die amtliche Börsennotirung an der Börse desjenigen Landes stattfinden kann, in dem das Unternehmen seinen Sitz hat.

Vorsitzender: Z. B. würden Sie sie für ganz Preußen zulassen?

Sachv. **von Pflaum:** Ich meine, die Notirung sollte innerhalb des Verkehrsgebietes der Unternehmung zugelassen sein. Man könnte auch sagen: an der Börse der Hauptstadt des Landes, in welchem sie ihren Sitz hat. Ich habe mein Land hauptsächlich im Auge. Da ist nur eine Börse; in Preußen sind es vielleicht vier oder fünf. Maßgebend müßte die Börse der Provinz sein, in der das betreffende Unternehmen seinen Sitz hat.

Vorsitzender: Dann fragt es sich (Unterfrage d), ob für die Zulassung von Aktien im Prospekt auch die im Artikel 210 Nummer 1 des Handelsgesetzbuchs bezeichneten Verträge beigefügt werden sollen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich würde die Verpflichtung festsetzen, daß diese Verträge an den Emissionsstellen deponirt werden, selbstverständlich auch die Prüfungsberichte.

Vorsitzender: Und die nächste Frage (Unterfrage e), ob die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraums von der Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig zu machen ist?

Sachv. **von Pflaum:** Hier würde ich einen Zeitraum von acht bis vierzehn Tagen zwischen der Gründung und der Einführung an der Börse für nothwendig erachten.

Vorsitzender: Es sind verschiedene Zeiträume angeregt worden. Für die Frage, ob eine längere Frist zwischen dem Aushang und dem Erscheinen an der Börse liegen soll, ist von mehreren Sachverständigen eine Frist von 14 Tagen befürwortet worden. Aber bei dieser Frage, ob die Zulassung seit Eintragung —

Sachv. **von Pflaum:** Ich würde nicht empfehlen, eine weitere Frist nach der Eintragung ins Handelsregister zu bedingen. Ich kenne Fälle, wo es vier Wochen gedauert hat, bis nach der Gründung der Eintrag ins Handelsregister erfolgte. Ich glaube, daß man nicht unnöthig Erschwerungen einführen sollte. Das Publikum kann in dieser Frist genau prüfen, ob die Verhältnisse ihm geeignet erscheinen, um sich an dem betreffenden Unternehmen zu betheiligen. Eine längere Frist nützt auch nichts.

Vorsitzender: Es sind sogar Jahre vorgeschlagen: man müßte sich ein Urtheil bilden, denn die Verhältnisse wechseln; es gelingt einem Unternehmen zuweilen, sich einige Zeit über Wasser zu halten und den Schein zu erwecken, als ob es gut sei, aber bald bricht es wieder zusammen. Vorgekommen ist das ja!

Sachv. **von Pflaum:** Gerade die schwindelhaften Unternehmungen, die nachher zusammengebrochen sind, haben in dem ersten Jahr häufig glänzende Dividende gegeben. Das konnte

erzielt werden — dann wurde Agio für die Aktien bezahlt und später kam die Enttäuschung. Ich glaube, daß das Aktiengesetz vollständig hinreicht. Für Betrug ist das Strafgesetz da, dem muß der Staatsanwalt beikommen.

Vorsitzender: Also eine Frist von drei Jahren etwa würden Sie nicht empfehlen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich würde für die Begebungsfähigkeit lediglich eine kurze Frist zwischen der Publikation in den Zeitungen und der Emission festsetzen.

Vorsitzender: Dann können wir übergehen zur Unterfrage f, ob bezüglich aller an der Börse gehandelten Papiere — nicht bloß von Aktien — eine Verantwortlichkeit der Ankündigenden für den Inhalt des Prospekts gesetzlich einzuführen, beziehungsweise zu verschärfen ist.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, daß eine Verschärfung nicht nöthig ist. Nach den jetzigen gesetzlichen Bestimmungen sind wissentlich falsche Angaben strafbar. Eine weitere Verschärfung scheint mir nicht nöthig zu sein. Man kann doch nicht die vielleicht mit bestem Willen und Gewissen gemachten Angaben schließlich zum Gegenstand einer Verantwortung machen, wenn der Emittent seine Schuldigkeit gethan hat und sich schließlich herausstellt, sein Studium der betreffenden Verhältnisse war nicht das richtige. Ich würde aber Werth darauf legen, daß die Emittenten sich ihrer Verantwortlichkeit gerade für fahrlässige Angaben sehr bewußt sind. Der Emittent sollte den Prospekt auch thatsächlich unterschreiben, er sollte den Prospekt nicht nur auslegen und von der Gesellschaft unterschreiben lassen.

Vorsitzender: Welche Bedeutung soll das haben?

Sachv. **von Pflaum:** Der Emittent soll durch die Unterzeichnung sich bewußt sein, daß die Angaben, welche in dem Prospekt gemacht werden, nicht etwa mit einer fahrlässigen Behandlung gemacht werden können, sondern daß er die Verpflichtung hat, sie genau zu prüfen.

Vorsitzender: Darin würde vielleicht eine stärkere Verantwortlichkeit enthalten sein, als nach dem bestehenden Recht. Er würde sich für den ganzen Inhalt verbindlich machen, und für Alles, was in dem Prospekt angeführt wird, zu haften haben, nicht bloß für Dolus, sondern unbedingt.

Sachv. **von Pflaum:** Es ließe sich doch wohl eine Form, welche die Haftung nicht so weit ausdehnt, finden, durch welche der Emittent bestätigt: ich habe den Prospekt geprüft, soweit das nach gewissenhafter Obsorge eines Kaufmanns möglich war, und diese Erklärung wird von ihm unterzeichnet.

Vorsitzender: Das würde wohl die bestehenden Vorschriften verschärfen. Kann man das von einem Emissionshause verlangen?

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, daß man jedenfalls verlangen kann, daß der Emittent vorsichtig geprüft hat.

Vorsitzender: Sie wollen dadurch erzwingen, daß er nicht bloß die Aufforderung zur Zeichnung unterschreibt, sondern auch das, was sonst im Zusammenhang damit veröffentlicht wird, und daß er für alle angeführten Umstände wie für alle Eigenschaften des Papiers einsteht?

Sachv. **von Pflaum:** Ich will, daß er die Obsorge eines gewissenhaften Kaufmanns übernimmt.

Vorsitzender: Und Sie glauben, daß das am besten dadurch ausgedrückt wird, daß er den ganzen Prospekt unterzeichnet?

Sachv. **von Pflaum:** Ja, damit hat der Emittent konstatirt, daß er die Prüfung vorgenommen hat, die ihm obliegt. Dadurch, daß er den Prospekt unterschreibt, weiß ich: er hat die Details geprüft.

Vorsitzender: Sie meinen, man würde das als Empfehlung des Papiers betrachten?

Sachv. **von Pflaum:** Das setzt man immer voraus, wenn erste Firmen eine Emission vornehmen.

Vorsitzender: Von anderen Herren ist ausgeführt worden, daß die Emission nicht eine Empfehlung, sondern nur eine Offerte enthalte.

Sachv. **von Pflaum:** Das ist in der Praxis nicht der Fall, sonst würde die Emission von irgend einem obskuren Wechsler- oder Bankgeschäft dieselbe Bedeutung haben beispielsweise wie die der Diskontogesellschaft. Ich kann mir nicht denken, daß ein anständiges Haus nicht alle die Punkte, welche in dem Prospekte angegeben sind, geprüft haben sollte.

Vorsitzender: Muß es nach Ihrer Meinung bei ausländischen Anleihen auch die Budgetposten untersuchen, oder soll es sich auf die Angaben des auswärtigen Finanzministeriums oder der unteren Finanzbehörden verlassen?

Sachv. **von Pflaum:** Es wird amtliche Dokumente haben müssen. Man kann aber nicht verlangen, daß es selbst die einzelnen Einnahme- und Ausgabeposten prüft. Es dürfte eine vollständig genügende Vorschrift sein, daß es ein amtliches Dokument, die Angaben des auswärtigen Ministeriums enthaltend, prüft.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Herr Sachverständige hat gesagt, daß die Herausgabe des Prospekts eine Empfehlung seitens des emittirenden Hauses involvire. Ich wollte ihn doch bitten, daß er diese Ansicht näher erläutere. Er meint, wenn ich ihn richtig verstanden habe, daß das Publikum darin eine Empfehlung finden könnte, weil es annimmt, das Haus hätte die Angaben sorgfältig geprüft. Ist die Ansicht des Herrn Sachverständigen aber eine weitergehende, nach der Richtung, daß das Haus selbst dadurch empfehlen will? Ich meine, es ist etwas sehr Verschiedenes, ob man sagt, das Publikum findet eine Empfehlung darin, oder ob ein Haus, das das Papier emittirt, aktiv seinerseits empfehlen will.

Sachv. **von Pflaum:** Ich erlaube mir zu erwidern, daß nach meiner Auffassung das Haus die Papiere empfehlen will, sonst würde es nicht emittiren und Subskriptionsstellen einrichten.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Würde man nicht mindestens mit demselben Recht sagen können, daß das Haus als Effektenhandelsstelle dem Publikum lediglich zur Nachricht giebt, daß bei ihm gewisse Papiere erhältlich sind, wonach Jeder aus dem Publikum sie erwerben kann, wenn seine Mittel und Vermögen ihm gestatten, darauf einzugehen? Aber eine Empfehlung scheint mir darin nicht zu liegen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich gestatte mir zu bemerken, daß ein gutes Haus z. B. eine Subskription auf 4½ prozentige Portugiesen **jetzt** nicht eröffnen würde, weil es heute, nach den gemachten Erfahrungen, die Papiere nicht mehr empfehlen könnte.

Vorsitzender: Der verständige Käufer erkundigt sich auch nach den Verhältnissen des Papiers und richtet seinen Entschluß nicht bloß nach dem Preise.

Sachv. **von Pflaum:** Nein, sondern er überzeugt sich, ob das Papier geeignet ist. Aber jedes anständige Bankhaus

wird eine Subskription nicht veranstalten, wenn es das Papier nicht auch empfehlen kann.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es ist ein großer Unterschied zu sagen, ob ein Haus ein Papier zum Ankauf empfiehlt oder ob es lediglich das Stattfinden der Ziehung ankündigt. Es kommt auch überdies oft darauf an, welche verschiedenen Bevölkerungsklassen das Papier kaufen wollen. Herr Geheimrath Gamp sagte vorhin, daß gewisse Sorten von Papieren sich für das kleine Publikum nicht eignen, andere wiederum weniger für andere Bevölkerungsklassen. Daraus würde doch schon gefolgert werden müssen, daß das betreffende Haus nicht sagen will: ich empfehle jedem Einzelnen, an diesem Papier sich zu betheiligen. Es könnte nur gesagt werden: ein gewisses Papier verdient vielleicht die Aufmerksamkeit von sehr vermögenden Leuten, welche einen Theil ihres Besitzthums in Fonds anlegen wollen, die nicht so sicher sind, für die sie aber einen größeren Zinsfuß bekommen. Wenn Ihre Auffassung richtig wäre, so würde das Emissionshaus aber sagen: Ich empfehle jedem Menschen, ein derartiges Papier zu kaufen.

Vorsitzender: Das kommt schließlich wohl auf einen Wortstreit hinaus.

Sachv. **von Pflaum:** Das scheint mir auch. Aber darüber kommt man doch nicht hinweg, daß, wenn ein Papier zur Subskription ausgelegt wird, man sich sagt: das Emissionshaus hat die Ueberzeugung, daß es zur Anlage respektive Erwerbung geeignet ist. Jeder Einzelne muß sehen, wie weit es ihm paßt. Aber das ist sicher, daß das Emissionshaus eine relativ günstige Meinung von dem Papier hat, sonst könnte es unter keinen Umständen das Papier zur Subskription anbieten.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich will als Schlußwort nur bemerken: es ist ein großer Unterschied, ob ein Emissionshaus eine vortheilhafte Meinung hat oder ob es ein Papier empfiehlt. Eine objektive Empfehlung möge vom Publikum darin gefunden werden, eine subjektive Empfehlung liegt aber nicht vor.

Vorsitzender: Sie meinen, ein anständiges Haus hat sich davon überzeugt, daß das Papier, welches es emittirt, auch zur soliden Kapitalsanlage geeignet ist, und Sie sind der Ansicht, an diese Thatsache läßt sich eine gesetzliche Verantwortlichkeit knüpfen, die dahin geht, daß das Haus gewissenhafte Sorgfalt leisten muß.

Graf **von Arnim:** Bei Gelegenheit des Handelstages hat der Herr Sachverständige selber über die Frage gesprochen, in wie weit es sich empfehlen dürfte, durch Bildung eines Schutzkomitees eine größere Sicherheit einerseits bei der Beurtheilung eines zu emittirenden Papiers zu gewinnen, andererseits dafür zu sorgen, daß eventuell wenn Verluste eingetreten sind, Protest erhoben und die Rechte der Gläubiger geltend gemacht werden. Ich möchte fragen, ob Sie bei dieser Gelegenheit nicht auch die Frage des Schutzkomitees berühren wollen. Es handelt sich doch um die Frage, wie dem Publikum eine größere Sicherheit gegen Verluste gewährt werden kann, ein Wunsch, der allgemein vorhanden ist und der auch mit zu dem Zusammentritt dieser Kommission geführt haben dürfte. Sie haben sich dagegen ausgesprochen, daß ein Staatskommissar zugezogen wird, weil das Publikum zu großes Vertrauen fassen und in diesem eine Garantie sehen würde. Das Schutzkomitee würde eine Art Zwischeninstanz sein, die gebildet würde aus verschiedenen Firmen, während zur Zeit eine Interessenkollision thatsächlich insofern vorhanden sein dürfte, als das Börsenkommissariat gerade mit den emittirenden Häusern in enger Verbindung steht und nur schwer in der Lage sein wird, einem Emissions-

hause gegenüber ein non liquet entgegenzustellen. Ich möchte bitten, über das von Ihnen angeregte Schutzkomitee einige Mittheilungen zu machen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe damals gerade bei der Erörterung dieser Frage betont, daß ich Werth darauf lege, daß die Gründung von sämmtlichen deutschen Banken ausgehe, daß nicht einzelne Interessenten etwa ein solches Schutzkomitee bilden, und daß ich die Ueberzeugung habe, daß die moralische Unterstützung der Reichsregierung diesem Schutzkomitee zur Verfügung stände, eine Unterstützung — das betone ich hier im Gegensatz zu meinem Standpunkte bezüglich der Funktion von Reichskommissaren bei Prüfung der Papiere — eine Unterstützung der Regierung möchte ich ausländischen Regierungen gegenüber wünschen, wenn es sich darum handelt, die Rechte der deutschen Gläubiger zu vertreten. Ich glaube aber, daß die Thätigkeit der zu bildenden Organisation nicht allein einzutreten hätte, wenn ein Unglück geschehen ist, sondern daß gerade dieses Komitee, welches so organisirt sein müßte, daß unabhängige Beamte desselben die spezielle Aufgabe hätten, die Finanzen der Staaten zu überwachen, auch bei Einführung neuer Papiere eine Schutzwehr bilden kann. Wenn etwa versucht würde, Papiere auf den Markt zu bringen, welche zweifelhaft erscheinen, so müßte es mit einer Warnung vor die Oeffentlichkeit treten. Wir haben solche Komitees in anderen Staaten, z. B. das Council of foreign bondholders in London, welches wiederholt eingetreten ist und mit Protesten an die Börse kam, sodaß ein bestimmtes Papier nicht emittirt wurde, weil der betreffende Staat seinen Verpflichtungen nicht nachgekommen ist. Eine solche Organisation ist aber sehr schwer auf einmal zu Stande zu bringen; man muß fortwährend daran arbeiten. Der deutsche Handelstag hat sich mit Interesse der Sache gewidmet; erst vor einigen Tagen hat in Braunschweig eine Verhandlung stattgefunden, um über die Aufbringung der Mittel zu berathen, und ich hoffe auch, daß die Institution in der richtigen Weise ins Leben treten wird.

Vorsitzender: Das würde eine autonome Bildung sein. Der Staat soll die Sache nach Ihrer Meinung nicht allein in die Hand nehmen, aber wenn es sich um die Zulassung von Papieren handelt, so könnte das Schutzkomitee mittheilen, welche Wahrnehmungen es gemacht hat.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube nicht, daß es richtig wäre, wenn der Staat die Funktionen eines solchen Schutzkomitees übernehmen oder dieselben durch Kommissäre beeinflussen wollte.

Das zu errichtende Schutzkomitee denke ich mir als eine vollständige freie Vereinigung, dem Jedermann, welcher einen Jahresbeitrag zahlt, als Mitglied angehören kann. Die Aufgabe des Komitees bei Emissionen könnte darin bestehen, daß, wenn der betreffende Staat seinen Verpflichtungen nicht nachgekommen ist, oder vermöge des statistischen Materials, welches dem Komitee zur Verfügung steht, sich ergiebt, daß die Angaben, welche in dem Prospekt gemacht sind, nicht mit den seinigen übereinstimmten, ein Protest gegen die Subskription erfolgt. Ich glaube, daß eine solche Institution besser wirkt, als jede staatliche Kontrole.

Graf **von Arnim:** Der Herr Sachverständige hat von unabhängigen Beamten gesprochen, die dem Schutzkomitee beitreten sollen. Insofern würde also eine gewisse Betheiligung der Staatsbehörden eintreten, die dem Herrn Sachverständigen berechtigt erscheint, weil die betreffenden Beamten besser als Privatleute in der Lage sind, sich über die wirklichen thatsächlichen Finanzverhältnisse des Auslandes zu informiren. Außerdem möchte ich fragen, ob es nicht gut wäre, den dem Schutzkomitee beizugebenden Beamten das Recht beizulegen, im gegebenen Fall auch ein Veto gegen eine Anleihe auszusprechen.

Man kann sich den Fall denken, daß in unruhigen Zeiten oder kurz vor einem Kriege durch die Anleihe den feindlichen Staaten Gelder zufließen würden, wie das z. B. bei der letzten rumänischen Anleihe der Fall war, wo meiner Ansicht nach thatsächlich die Anleihe gemacht wurde, um Rumänien die Mittel zu schaffen, in Frankreich große Armeebestellungen zu machen und Lieferungsaufträge zu geben. Es wäre nach meiner Ansicht sehr wünschenswerth, daß die Staatsautorität in der Lage ist, sich gegen eine Anleihe auszusprechen, die dem staatlichen Interesse widerstreitet.

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe auf zwei Fragen zu antworten. Die erste ist, ob diese Beamten Staatsbeamten sein sollen. Hierfür kann ich mich nicht aussprechen. Es würde damit eine staatliche Autorität gegeben werden, welche in allen Fällen für das Publikum maßgebend sein würde. Das habe ich bei der Gründung der Schutzgesellschaft nicht im Auge gehabt, wenn ich von Beamten gesprochen habe. Es sind Beamte gemeint, welche ständig von der Schutzgesellschaft angestellt sind. Es können möglicherweise Staatsbeamte sein, welche zeitweise beurlaubt werden, um an die Spitze der Gesellschaft gestellt zu werden. Es muß die Honorirung eines solchen Beamten so sein, daß er total unabhängig ist, und daß er absolut keinen anderen Beruf damit zu verbinden braucht.

Vorsitzender: Etwa wie deutsche Offiziere in der Türkei?

Sachv. **von Pflaum:** Ja, ebenso. Es kann unter Umständen ein hoher Staatsbeamter sein, welcher beurlaubt wird und in den Dienst der Gesellschaft übertritt, der so unabhängig gestellt wird, daß er nicht nothwendig hat, eine Nebenfunktion anzunehmen. Das ist die eine Seite. Dann sagt Herr Graf Arnim, ein Staatskommissar könnte gerade deshalb sich empfehlen, weil es Momente giebt, wo das Staatsinteresse, ohne daß die Qualität der Anleihe maßgebend ist, ein Veto nothwendig erscheinen läßt. Das ist aber überhaupt schon Praxis. Es wird keine Ausländische Staatsanleihe gemacht, ohne daß man mit dem auswärtigen Amt Fühlung nimmt. Ich glaube, daß diese nichtoffizielle Information viel richtiger und viel geeigneter erscheint, als wenn der Staat sich selbst hinstellen und Farbe bekennen muß. Mir ist kein Fall bekannt, daß in Deutschland eine ausländische Anleihe emittirt worden ist, ohne Fühlung mit dem Auswärtigen Amt. Ich befürchte sogar, daß eine offizielle Stellungnahme des Reiches im einzelnen Fall sehr unbequem sein kann, in der aktiven wie passiven Richtung. Ich bin dafür, daß man sie lieber wegläßt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte nur die Frage an den Herrn Sachverständigen richten, ob er glaubt, daß, wenn wir schon früher ein derartiges Schutzkomitee gehabt hätten, solche Effekten, die nothleidend geworden sind, vom deutschen Markt fern geblieben wären.

Sachv. **von Pflaum:** Das ist sehr schwer zu sagen. Ich wüßte nicht, ob ich vielleicht bei Argentinien und bei Portugal — das sind ja die beiden Sündenböcke — gewarnt hätte, die Effekten nicht zu nehmen, zu der Zeit, als die betreffenden Anleihen emittirt wurden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte, da es mir scheint, daß die Aussage des Herrn Sachverständigen doch ein Mißverständniß hervorrufen kann, zur Klarstellung Folgendes bemerken. Er ist ausgegangen vom Schutzkomitee. Das beschäftigt sich zunächst mit bereits geschehenem Schaden und sucht dagegen Schutz zu erreichen. Dann aber soll es ähnlich wie die Institution der foreign bondholders in London das Recht haben, zur Vermeidung neuer Schäden in Verbindung mit dem Nachweis, daß irgendwo ein Schaden geschehen sei, vor einer Emission zu warnen. Nun kommt die Frage: hat

der Herr Sachverständige die Meinung, daß dieses Schutz komitee sich als eine Zentralanstalt für Deutschland bilden soll zur Prüfung aller und jeder neu auf den Markt zu bringenden ausländischen Anleihen, so daß die lokalen Börsenbehörden ge bunden wären, nicht eher einen Spruch abzugeben, als bis das Zentralkomitee einen Spruch gethan hat? Das schien mir nämlich aus der Verhandlung hervorzugehen. In diesem Fall möchte ich noch eine andere Frage stellen.

Wenn man irgendwo einen Ehrengerichtshof etablirt, so wird man doch immer verlangen, daß er unabhängig von den Parteien sein soll, die von ihm Recht nehmen, in diesem Fall also von den Leuten, die die Emission nachsuchen. Nun kann ich mir nicht gut denken, daß ein derartiges Komitee anders in die Erscheinung treten würde, als unter Mitwirkung der emittirenden Bankiers, die wahrscheinlich ihre gegentheiligen Interessen haben; aber ich möchte fragen, ob das anders möglich ist, ob man Menschen finden würde, die gänzlich losgelöst von jedem eigenen Erwerbstrieb, dennoch die Sachkenntniß haben, um diese Aufgabe zu leisten. Und schließlich kommt die Frage: wer soll die ganze Einrichtung bezahlen? Die Staatsgewalt nicht; den Emissionsbanken kann man es auch nicht aufbürden. Die eigentlichen Interessenten sind die künftigen Erwerber solcher ausländischen Obligationen. Ist es nun irgendwie glaublich, daß ein künftiger Erwerber auf die Möglichkeit hin, einen derartigen Schutz zu genießen, a priori Beiträge zahlen wird? Ich möchte bitten, sich auch über diese Fragen, die mit der Sache so eng zusammenhängen, zu äußern.

Sachv. **von Pflaum:** Ich bin Herrn Geheimrath Frentzel sehr dankbar, daß er diese Punkte zur Sprache gebracht hat. Es könnte den Anschein haben, als wenn ich jetzt einen anderen Standpunkt einnehme als bei meinem Referat über die Schutz gesellschaft. Ich empfehle die Schutzgesellschaft aus den Gründen, daß ich sage, sie wird in geeigneten Fällen ein Veto einzulegen haben. Ich habe aber nicht im Auge eine Zentralstelle für sämmtliche Emissionen des Deutschen Reiches. Dazu muß die Institution sich erst bewähren. Sie muß erst in der Praxis fungiren, dann kann man erst sagen, was sie leistet. Ich würde es für einen Fehler halten, wenn man von vornherein einer neuen Organisation solche bedeutenden und umfangreichen Auf gaben zuweisen wollte. Es ist aber sehr leicht möglich, daß sich aus der Schutzgesellschaft, wenn man sie richtig organisirt und die richtigen Männer an der Spitze stellt, eine solche Polizeigewalt für Anlagen in fremdländische Fonds entwickeln kann.

Was die Kosten betrifft, so ist das, was Herr Geheimrath Frentzel vielleicht besser weiß, als ich, gerade der schwierigste Punkt, der bis jetzt die Gründung der Gesellschaft verzögert hat. Es ist ein Budget von 40 bis 50 000 Mark pro Jahr dazu nothwendig, um einen tüchtigen Vorstand und ein Bureau zu schaffen, das in der Lage ist, eine geeignete Statistik für auswärtige Staaten zu schaffen. Ohne das wird es überhaupt nicht richtig fungiren können. Diese Kosten wären aufzubringen nicht von den Emissionsbanken allein, sondern von der großen Gesammtheit der deutschen Banken. Es sind 74 deutsche Banken vorhanden, wovon vielleicht 10 oder 12 ein Interesse an den Emissionen haben. Die anderen sind lediglich mit dem nor malen Bankgeschäft beschäftigt. Bis jetzt ist die Schwierigkeit nicht überwunden, die nicht unbedeutenden Kosten aufzubringen. Sind die aber beisammen, so ist die Schwierigkeit, die richtigen Personen zu finden. Aber es wäre verfehlt, ehe die Organi sation fungirt, dieser eine Macht zuzuwenden, die unter Um ständen leicht mißbraucht werden kann.

Vorsitzender: Wie verlautet, soll die Hälfte der Summe, 20 000 Mark, bereits in Aussicht stehen.

Sachv. **von Pflaum:** So viel ist bis jetzt zusammen gebracht.

Vorsitzender: Dann können wir wohl zur Unterfrage g übergehen:

> „Soll in dem Prospekt der Preis angegeben werden, zu welchem das Papier von dem Emittenten übernommen worden ist?“

Sachv. **von Pflaum:** Ich halte die Angabe des Uebernahmepreises nicht für nothwendig. Es kann in dem einzelnen Fall angegeben werden, aber nach meiner Ueberzeugung hat es keinen praktischen Werth.

Graf **von Arnim:** Ich möchte darauf hinweisen, daß von einigen Sachverständigen gesagt worden ist, selbst wenn wir die Veröffentlichung des Uebernahmepreises verlangen, würde immerhin die Sache umgangen werden können. Es würden Nebenbedingungen, Nebenstipulationen aufgestellt werden, und ich möchte fragen, ob der Herr Sachverständige glaubt, daß, wenn gesetzlich die Veröffentlichung des Uebernahmepreises verlangt wird, derartige Nebenbedingungen stipulirt werden dürften, mittelst deren das emittirende Haus dem Publikum die Höhe seines Gewinns verheimlichen kann.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube nicht, daß solche Nebenbedingungen stipulirt werden können, ohne sie in diesem Falle anzugeben. Das wäre unter Umständen Betrug, und gegen den Betrug sind gesetzliche Bestimmungen vorhanden.

Graf **von Arnim:** Wenn Sie also das Bedenken der Umgehung nicht theilen, so würde nicht in Abrede zu stellen sein, daß die Veröffentlichung des Uebernahmepreises dem Publikum einen wesentlichen Anhalt für die Sicherheit des Papiers geben würde. Je unsicherer das Papier ist, desto größer ist in vielen Fällen die Differenz zwischen dem Uebernahmepreise und dem Emissionskurse.

Sachv. **von Pflaum:** Hier kommen noch ganz andere Verhältnisse in Betracht. Der Preis bestimmt sich in erster Linie durch die Konkurrenzverhältnisse. Hat eine Anlage eine große Konkurrenz, so wird der Unternehmergewinn kein großer sein. Sind durch spezielle Verhältnisse gewisse Gruppen mit dem Staat in regelmäßiger Geschäftsverbindung oder haben sie mit Ausschluß der Oeffentlichkeit allein Kenntniß von der betreffenden Negotiation, so wird dadurch auch der Unternehmergewinn etwas größer werden. Sehr oft würde durch die Angabe des Unternehmergewinns das legitime Geschäft geschädigt werden. Der Kaufmann hat das Prinzip, seine Einkaufspreise geheim zu halten, weil er fürchten muß, im Verkaufspreis gedruckt zu werden, wenn der Käufer weiß, wie viel er verdient. Die Geheimhaltung der Kaufpreise erscheint mir ein ganz gerechtfertigter Standpunkt zu sein.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Bis jetzt hat Niemand von dem Emissionshaus die Mittheilung des Uebernahmekurses verlangt. Es ist auch in den Verträgen, die mit Gesellschaften, Staaten beziehungsweise den Kommunen abgeschlossen werden, keine Veranlassung gewesen, in diesem Punkt irgend welche Rücksicht zu nehmen in der Hinsicht, hier etwas zu verheimlichen. Nun frage ich: glauben Sie nach Ihren Erfahrungen, ob, wenn man eine Anzahl von Verträgen beifügt und den Uebernahmepreis angiebt, das den allein verbindlichen Maßstab der Beurtheilung der Kursaufstellung abgeben kann, ob nicht neben den Verträgen eine Reihe von Nebenbedingungen, Optionen, Bedingungen wegen Ueberlassung der zinsfreien Kupons u. s. w. in Betracht kommen, daß man, wenn man nicht gleichzeitig alle diese Dinge erfährt, ein zur Beurtheilung des Kurses genügendes Merkmal nicht hat.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, daß ein genügendes Merkmal die Angabe des Uebernahmepreises nicht ist, und ich habe bereits ausgeführt, daß die Publizirung des Uebernahmekurses einen wesentlichen Nutzen nicht haben würde.

Vorsitzender: Würden Sie dann (Unterfrage h) den Prospektenzwang ausdehnen wollen auf Konvertirungen und Kapitalserhöhungen?

Sachv. **von Pflaum:** Ich bin dafür.

Vorsitzender: Das haben die meisten Herren befürwortet. Dann Unterfrage i, ob eine längere Frist zwischen dem Aushang und dem Erscheinen des Prospekts und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen soll?

Sachv. **von Pflaum:** Bei Aktien?

Vorsitzender: Nein; überhaupt.

Sachv. **von Pflaum:** Ich wäre der Ansicht, daß zwischen der Publikation in den Zeitungen und der Emission ein Zeitraum von 8 bis 14 Tagen liegen soll.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Bezieht sich dieser Ausspruch auf alle Emissionen, auf Emissionen von Staatspapieren oder nur auf Aktien?

Sachv. **von Pflaum:** Auch auf Emissionen von Staatspapieren. Ich will dem Publikum Gelegenheit geben, sich über die Verhältnisse genau informiren zu können.

Vorsitzender: Wenn man die Zulassung erst innerhalb einer gewissen Frist nach dem Aushang eintreten läßt, soll man dann noch eine weitere Frist, etwa acht Tage bis zur Subskription verlangen?

Sachv. **von Pflaum:** Nein. Der Prospekt wird genehmigt, er erscheint in den Zeitungen, und von da an bis zur Subskription soll 8 bis 14 Tage Zwischenraum liegen.

Vorsitzender: Sie befürworteten ein Verfahren, wonach vor der Zulassung dem Publikum Gelegenheit geboten werden soll, Einwände zu erheben, eventuell beim Schutzkomitee Einspruch einzulegen. Das halten Sie für zweckmäßig. Jetzt erfolgt die Zulassung im Schoße des Komitees, dann erfolgt erst die Veröffentlichung des Prospektes. Würden Sie nun nicht die Aenderung vorschlagen, daß man die Zulassung erst eintreten läßt, nachdem der Prospekt eine Zeit lang ausgehangen hat?

Sachv. **von Pflaum:** Ich halte es für einen Mißstand, daß man einen Prospekt publizirt, der nicht genehmigt worden ist.

Vorsitzender: Das ist vielfach gegen ein solches Verfahren eingewendet worden.

Sachv. **von Pflaum:** Das ist meiner Ansicht nach auch nicht praktisch durchzuführen. Es muß vorher die Frage erledigt sein, ob überhaupt das Papier an der Börse zugelassen wird.

Vorsitzender: In Brüssel müssen die Anträge auf Zulassung acht Tage an der Börse ausgehängt werden, bevor die Börsenkommission über die Zulassung entscheidet.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, daß es genügen würde, wenn man zunächst die kompetenten Behörden den Prospekt prüfen läßt. Ist eine solche Schutzgesellschaft da, so schließt es nicht aus, daß das Börsenkommissariat seine Information bei einer solchen Gesellschaft finden kann.

Aber vorläufig möchte ich das Börsenkommissariat von einer Schutzgesellschaft, von der wir nicht wissen, wie sie fungirt, nicht abhängig machen.

Vorsitzender: Dann würde aber der Schutzgesellschaft gar keine Gelegenheit zum Einspruch gegeben werden, wenn der Prospekt einmal publizirt ist.

Sachv. **van Pflaum:** Diese Sachen wickeln sich nicht im Geheimen ab. Man kennt die Verhandlungen ganz genau, und wenn eine Schutzgesellschaft vorhanden ist, so ist es für die Kreise, die Interesse haben, Zeit, sich darum zu bekümmern, ob gegen eine Zulassung Front zu machen ist.

Vorsitzender: Eine Frist zwischen der Publikation und der Zulassung würden Sie aber befürworten, und Sie schlagen vor, daß man 8 bis 14 Tage festsetzt?

Sachv. **van Pflaum:** Damit das Publikum Zeit hat, sich darüber klar zu werden, damit man auch andere Ansichten darüber hören kann.

Vorsitzender: Von einer zu langen Frist hat man eine Erhöhung des Risiko befürchtet. Einige Herren haben sechs, andere acht Tage vorgeschlagen. Sie gehen bis auf vierzehn?

Sachv. **von Pflaum:** Das Risiko wird allerdings vermehrt, aber wenn es solide Papiere sind, so können sie das Risiko tragen.

Vorsitzender: Ein Vertreter der größeren Bankierkreise hat vier Wochen vorgeschlagen.

Sachv. **van Pflaum:** Das würde ich für eine zu lange Frist halten. Innerhalb vier Wochen ist die Veränderung des Geldmarktes zu groß.

Vorsitzender: Schließlich wäre die Frage, ob der Handel per Erscheinen wenigstens insoweit verboten werden soll, als er in die Zeit vor der Zutheilung oder doch vor der Zeichnung fällt (Unterfrage k)?

Sachv. **von Pflaum:** Hier bin ich der Ansicht, daß der Handel vor der Subskription verboten werden soll, weil damit sehr oft eine Irreführung des Publikums verbunden ist.

Vorsitzender: Einzelne von den Herren Sachverständigen sind noch dafür gewesen, andere meinten, es sei ein solider Handel, und sie befürchteten, daß aus der Beschränkung eines solchen Handels gewisse Nachtheile entstehen.

Sachv. **van Pflaum:** Es giebt zwei Motive hierbei. Das eine kann sein, um durch den Handel die Kauflust respektive den Andrang zur Subskription zu steigern; das andere kann sein, um den Erfolg der Subskription ungünstig zu gestalten. Nach beiden Richtungen würde ich ein Verbot befürworten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen — er sagte, es gebe zwei Motive — giebt es nicht ein drittes ganz legitimes Motiv, daß einer sagt: ich will mich auf die Zufälligkeiten einer Zeichnung, auf die Zufälligkeiten des Zeichnungsmodus, überhaupt die Frist, die zwischen Zeichnung und Zutheilung liegt, auf dieses Risiko nicht einlassen, sondern ich will lieber etwas mehr bezahlen, ich will wissen, was ich bekomme und will die Papiere, die ich haben möchte, zu einem höheren Kurs bezahlen. Kann das nicht ein ganz legitimer Wille sein, den zu hindern eigentlich die öffentliche Gewalt gar kein Interesse hat?

Sachv. **van Pflaum:** Dazu hat er vollständig Zeit an dem Subskriptionstage, denn es sind die Chancen noch ganz dieselben. Ich gebe die eben angeführten Beweggründe als berechtigt zu, glaube aber gegenüber den anderen Beweggründen, die da möglich sind, daß man zu der strengeren Auffassung doch hinneigen sollte. Das, was Sie erreichen wollen, läßt sich an dem Subskriptionstage gerade so erreichen.

Vorsitzender: Die Subskription ist nicht der Anfang des Handels.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nach dem Vorangegangenen würde der Gang der Sache so sein: am ersten des Monats wird ein Prospekt veröffentlicht, damit wird das Publikum avertirt, diese oder jene Anleihe kommt heraus, und am fünfzehnten soll erst die Zeichnung oder der Handel erlaubt sein. Nun würde irgend Jemand, der den Prospekt am zweiten liest, sagen können: ich habe Geld anzulegen, die Sache paßt mir, er weiß aber in dem Augenblick noch nicht, wird es zur Zeichnung aufgelegt, wie viele Leute werden sich melden, welcher Repartitionsmodus tritt ein, er weiß auch, daß manchmal, wenn stark repartirt wird, Jemand, der 10000 Mark haben will, genöthigt ist, 200 000 Mark zu zeichnen, so sagt er: ich will mir lieber einen Verkäufer suchen, der mir zu irgend einem festen Kurs — natürlich ob er paßt oder nicht paßt, das ist seine Sache — die Papiere verkauft. Sie sagen, das könnte er am Zeichnungstage thun, er könnte es aber, wenn es verboten wäre, erst nach dem Zeichnungstage thun, denn erst nach dem Zeichnungstage wäre der Handel frei, vorher würde jeder Handel in diesen Papieren verboten sein. Das würde die Konsequenz eines Ausspruchs sein, wie Sie ihn eben, glaube ich, gethan haben.

Sachv. **von Pflaum:** Ich bin der Ansicht, daß der Handel beginnen soll an dem Tage, an dem die Subskription beginnt. Der Mann kann sich also das Alles sichern, was er will. Ich will nur vermeiden, daß Agiotage nach oben oder nach unten vor der Zeit der Subskription getrieben wird.

Vorsitzender: Die Frage ist, ob der Handel vor der Zutheilung und überhaupt vor dem Erscheinen zulässig sein soll.

Sachv. **von Pflaum:** Der Handel soll nach meiner Ansicht mit Beginn der Zeichnung zulässig sein, sodaß ich mir alle diese Chancen sichern kann, welche Herr Geheimrath Frentzel eben genannt hat.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Herr Sachverständige hat, wie mir scheint, eben zwei Fragen zusammengeworfen. Ich möchte darauf zurückkommen, daß er meinte, es würde der Zeichnungstermin auf 14 Tage nach der Publikation in den Zeitungen angesetzt werden können. Ist er aber nicht der Ansicht, daß ein so langer Termin doch geeignet sein könnte, die Emissionsthätigkeit auch betreffs guter Anleihen einzuschränken? 14 Tage sind ein sehr langer Termin, es kann Manches inzwischen passiren, auch kommen häufig sehr bedeutende Beträge zur Emission, sodaß die Emissionshäuser unter einem vielleicht zu großen Obligo stehen würden, abgesehen davon, daß, wenn es sich um internationale Papiere handelt, welche auf einigen Märkten zu gleicher Zeit erscheinen, man die auswärtigen Plätze nicht an eine so lange Frist binden könnte. Die Londoner oder die Amsterdamer könnten sagen: 14 Tage wollen wir nicht warten, dagegen würden sie vielleicht an sechs oder acht Tagen weniger Anstoß nehmen. Ich möchte daher fragen, ob der Herr Sachverständige ein besonderes Bedenken erblicken würde, das ihn veranlaßte, strikt auf der Frist von 14 Tagen zu bestehen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe acht bis vierzehn Tage gesagt, aber ich gebe zu, daß acht Tage das Praktische wären, denn innerhalb acht Tagen kann die öffentliche Meinung sich vollständig bilden, und etwas Anderes habe ich nicht im Auge.

Vorsitzender: Sie modifiziren also Ihren Ausspruch, daß Sie nicht acht bis vierzehn Tage, sondern bloß acht Tage vorschlagen?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige hat sich gegen die Zulassung des Handels vor dem Erscheinen ausgesprochen, um die Agiotage zu hindern, will

aber doch den Handel mit dem Beginn der Zeichnung zu lassen. Ich möchte glauben, daß das gar keinen wesentlichen Werth hat, denn die emittirenden Banken behalten sich ja das Recht vor, die gezeichneten Beträge nach ihrem Ermessen zu vertheilen, und damit vergeht immerhin eine nicht unerhebliche Frist. Es würde also nach wie vor die Agiotage betrieben werden können; die Banken könnten, wenn es ihnen gelingt, die Kurse zu treiben, dann auch zu dem höheren Kurse freihändig verkaufen und an das Publikum nicht den ganzen gezeichneten Betrag vertheilen. Ich glaube, es hat einen sehr beschränkten Werth, wenn Sie den Handel vom Augenblick der Zeichnung ab zulassen wollen, zumal manchmal — ich entsinne mich z. B. bei den Rumäniern — die Zeichnung acht Tage dauert. Wird vom ersten Tag ab der Handel freigegeben und die Zeichnung allein dauert acht Tage, so hat das Emissionshaus es in der Hand, Agiotage zu treiben. Gelingt es ihm, den Kurs in die Höhe zu treiben, so kommen vielleicht Scheinzeichnungen vor, die kleinen Leute fallen aus, und die Freunde der Emissionsbanken werden freihändig befriedigt. Ich möchte fragen, ob der Fall, den Herr Geheimrath Frentzel eben erwähnte, und bei dem ich anerkennen muß, daß in diesem einzelnen Falle der Handel per Erscheinen eine wirthschaftliche Berechtigung hat, sich nicht einfach so erledigen läßt, daß in solchen Fällen das Privatpublikum sich an das Emissionshaus direkt wendet? Wenn in einem solchen Falle wo ein Emissionshaus ein Papier, ich will sagen, jetzt die Rumänier, mit so und so viel auslegt, ein Privatmann sich an das Emissionshaus wendet und sagt: ich gebe 1/4 oder 1/2 Prozent mehr, gieb mir so und so viel fest, so bin ich überzeugt, daß jedes Emissionshaus darauf eingehen und dann den Betrag, der auf diese Weise freihändig erworben wird, kürzen würde. Ich finde an sich keine Nöthigung, aus diesem vereinzelten Vorkommen die Bedenken zurückzustellen.

Vorsitzender: Dieser Weg dürfte sich nicht recht praktikabel erweisen, denn wenn ein bestimmter Betrag aufgelegt wird, muß das Emissionshaus diesen ganzen Betrag nach Maßgabe der Bedingungen zutheilen; es würde eine Verletzung der Vertragsbedingungen sein und könnte sogar auf einen Betrug hinauslaufen, wenn es davon einem anderen Hause fest abgäbe.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es giebt auch jetzt Fälle, daß ein großer Theil nicht zugetheilt wird, wenn es gelingt, denselben anderweit günstiger abzugeben. Es wird behauptet, daß dieses in großem Umfange vorkommt.

Vorsitzender: Will man fest abgeben, so kann dies nur von dem Betrage geschehen, welcher auf die Emissionsstelle selbst entfällt, oder man muß den betreffenden Theil von vornherein von der Auflegung zur Zeichnung ausschließen.

Sachv. **von Pflaum:** Die Anderen würden nicht zeichnen, das Haus würde sich selbst schädigen. Wenn das bekannt würde, so würden die Geschäftsleute gar nicht zeichnen, wenn sie sich sagen müssen: ich muß mich der Fährlichkeit der Reduktion aussetzen. Noch ein Umstand kommt hinzu, wenn mir gestattet ist, darauf zu erwidern. Die Subskription dauert in der Regel ein oder zwei Tage; was ich im Auge habe, wenn ich den Handel vor der Subskription nicht empfehle, ist, daß ich das Publikum davor schützen möchte, daß es durch ein solches Agiotagegeschäft zur Zeichnung animirt wird. Wird der Handel am Tage der Subskription erst zugelassen, so ist der nothwendig erachtete außerordentliche Umstand, welchen Herr Geheimrath Frentzel erwähnte, daß sich nicht Jemand den Fährlichkeiten der Subskription aussetzen will, daß er einen gewissen Betrag in einer Anleihe anlegen und dafür den Preis bezahlen will, den er für richtig hält, zu erreichen, wenn man an dem Subskriptionstage Geschäfte in den betreffenden Papieren

machen kann. Einwirkungen wird das nicht mehr auf das Publikum haben. Es ist nicht bloß das Publikum in Berlin, sondern auch an auswärtigen Plätzen, welches ich im Auge habe; und wenn hier am ersten Tage ein Agio bezahlt wird, so kann das auswärtige Publikum nicht mehr zur Subskription herankommen. Das wird also keine Gefahr haben.

Vorsitzender: Da die Zutheilung in der Regel nach dem Ermessen des Emissionshauses stattfindet, so könnte ein solcher Handel immerhin auf das Maß der Zutheilung einwirken.

Sachv. **van Pflaum:** Jawohl, aber das Publikum kann nicht mehr zu einer stärkeren Subskription animirt werden.

Vorsitzender: Dieser Nachtheil würde verschwinden, —

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp** (einfallend): Wenn die Subskription acht Tage dauert, — nicht.

Vorsitzender: Mir ist kein solcher Fall erinnerlich.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es ist geschehen bei den Rumäniern und auch bei einer Anleihe, die vor zwei Jahren aufgelegt wurde; es war dies, wenn ich nicht irre, auch eine rumänische Anleihe.

Sachv. **van Pflaum:** In der Regel dauert die Subskription ein oder zwei Tage.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will noch anknüpfend an die Frage des Herrn Geheimraths Gamp fragen: wenn man gesetzlich sagte, der Handel per Erscheinen wird verboten mit Ausnahme des Falles, wenn die Partei des emittirenden Hauses und irgend Jemand einig ist, würde da nicht Alles, was die Möglichkeit der Malversation herbeiführen könnte, ebenso gut eintreten können, denn wer ist sicher, ob der Mann aus dem Publikum wirklich ein solcher ist, wie ich ihn vorher geschildert habe, oder ob er nicht ein Anderer ist, der mit Ostentation $^1/_4$ oder $^1/_2$ Prozent dem Emissionshause über den Kurs zahlt, dies auch veröffentlicht und damit eine Meinung in das Publikum bringt? Wenigstens die Möglichkeit, glaube ich, muß zugegeben werden. Ich will das bloß bemerken, weil ich glaube, daß gerade damit all die Schäden, die der Herr Sachverständige behauptet hat, hintenherum wieder hereinkommen würden. Wenn der Herr Sachverständige die Möglichkeit des Handels von dem Tage der Zeichnung ab zulassen will, dann muß man präzise sprechen, heißt das von dem ersten Tage der Zeichnung an? So wie man das sagt, so würde in dem wirklich vorliegenden Falle, daß gewöhnlich eine Zeichnung von Hause aus in der Regel auf zwei Tage normirt wird, manchmal noch länger, mit der Maßgabe, sie könne auch früher geschlossen werden, am Ende in diesen zwei Tagen all das Unglück geschehen können, das schon Herr Geheimrath Gamp ausgeführt hat.

Vorsitzender: Warum soll der Handel nicht erst vom Schluß der Zeichnungen ab gestattet sein?

Sachv. **van Pflaum:** Weil ich gerade denjenigen, die sich, ohne dem Risiko der Subskription sich zu unterziehen, einen Betrag festsichern wollen, diese Möglichkeit lassen will, ohne die Chancen der Subskription abzuwarten. Das wird nur erreicht, wenn man am ersten Subskriptionstage, wo man nicht weiß, wie die Zeichnungen gehen, dem Betreffenden Gelegenheit giebt, daß er Anlagen in dieser Weise machen kann.

Vorsitzender: Dann würden die Emissionsstellen von dem Tage der Subskription ab auch selbst Beträge in dieser Art Anderen zusichern können?

Sachv. **van Pflaum:** Das kann man ihnen nicht wehren, sie dürfen auch subskribiren.

Vorsitzender: Konsortialmitglieder könnten unter Umständen auf den Preis drücken, indem sie an Dritte abgeben. Eine gewisse Gefahr liegt immer in dem Handel vor der Zutheilung; erst die Zutheilung macht der Sache ein Ende.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, daß es eine zu große Beschränkung des Verkehrs wäre, wenn man vor der Zutheilung nicht auch den Umsatz zulassen würde. Ich sehe Gefahren in einem längeren Termine dieses Handels, weil darauf eingewirkt werden kann, es kann Stimmung für oder gegen eine Anleihe gemacht werden, ich glaube aber, daß dies weniger der Fall ist, wenn man die Zeit so knapp greift, daß am ersten und zweiten Subskriptionstage dieser Handel stattfinden kann, und ich glaube nicht, daß ein Mißbrauch seitens der Emissionsstellen hier möglich ist — der Herr Präsident hat die Interessen des Konsortiums angeführt —, weil ja die Subskriptionsstellen nicht allein es sind, welche die Repartition machen, sondern eine Anzahl Konsortialmitglieder, welchen die Kontrole darüber obliegt, sie werden genau prüfen, ob gemäß dem Prospekt, gemäß den Bedingungen des Konsortiums die Subskriptionszutheilung erfolgt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn ich zugeben muß, daß jetzt in der Regel nur wenige Tage für die Zeichnung ausgeworfen werden, so zweifle ich gar nicht, daß man in Zukunft die Frist verlängern und auf diese Weise sich die Vortheile sichern wird, die jetzt offenbar der Handel per Erscheinen den betreffenden Emissionshäusern bringt. Wenn überhaupt von einem Verbot die Rede ist, so handelt es sich nur um ein Verbot des Handels an der Börse. Selbstverständlich kann es keinem benommen sein, entweder zu einem Privatmann oder zu seinem Bankier zu gehen und zu sagen: ich möchte von diesem Papier einen bestimmten Betrag haben, ich will $^1/_4$ Prozent mehr geben; dann wird der Bankier unter Umständen das Risiko übernehmen. Die Bedenken, welche der Herr Präsident und der Herr Sachverständige geäußert haben, kann ich nur als berechtigt anerkennen für die Emissionshäuser selbst, dagegen würden die Privatbankiers, die jetzt im Voraus fest verkaufen, auch in Zukunft voraussichtlich in solchen Ausnahmefällen sagen: gut, ich will das Risiko tragen. Der Herr Sachverständige war der Ansicht, daß, wenn die Emissionsbank oder das Emissionshaus eine bestimmte Summe zur Emission stellt, sie nicht berechtigt sind, etwas von dieser Summe von der allgemeinen Vertheilung auszuschließen, und daß sie sich anderenfalls des Betruges schuldig machen würden. Ich möchte von dem Herrn Sachverständigen hören, ob denn nicht ebenso die Handlungsweise zu charakterisiren ist, wenn das Emissionshaus seinerseits für sich und seine Geschäftsfreunde oder Kommis Zeichnungen vornimmt — wie behauptet wird, daß es in großem Umfange geschieht — und falls die Emission günstig verläuft und eine große Betheiligung des Privatpublikums vorliegt, dann diese Zeichner mit großen Summen berücksichtigt, dagegen das Privatpublikum zum Theil ausfallen läßt. Das würde dann nach dieser Charakterisirung genau derselbe Betrug sein,

(Sachv. von Pflaum: Nein!)

denn ich erblicke keinen Unterschied, ob das Emissionshaus sich selbst z. B. mit 10 Millionen Zeichnung einträgt und bei der Vertheilung sagt: es werden nur Alle berücksichtigt, welche über 10 Millionen gezeichnet haben, und sich dadurch nur allein berücksichtigt. Das würde ich noch für viel strafbarer halten, denn es wäre ein noch schlimmerer Betrug als der andere.

Sachv. **von Pflaum:** Vergegenwärtigen wir uns den Gang einer Subskription. Die Emission findet in der Regel für Rechnung eines Konsortiums statt, welches zuerst die Anleihe übernommen hat und durch verschiedene Emissionsstellen

dann die Anleihe dem Publikum anbieten läßt. Die einzelne Emissionsstelle ist also weder der Anleiheübernehmer, noch ist sie der Verkäufer der Obligationen, sondern die Emissionsstelle handelt lediglich in Gemeinschaft mit einer Anzahl anderer Firmen für Rechnung dieses Konsortiums. Da glaube ich doch, daß es diesen Emissionsstellen ebenso gut, wie jeder anderen Privatfirma, unbenommen ist, wenn sie die Anleihe für eine billige, für eine für sie geeignete hält, daß sie innerhalb der Subskriptionsfrist eine beliebige Summe, die ihr geeignet scheint, ebenfalls zur Subskription einträgt, und daß ihre Subskription konform behandelt, also ebenso reduzirt wird, wie diejenige jeder anderen Person. Ich glaube, daß das kein Betrug, daß das eine vollständig berechtigte Handlungsweise ist.

Vorsitzender: Das scheint mir ein vollständig legitimer Gewerbebetrieb. Die Zeichnungssteller sind Bankiers, die sich eben gleichfalls bei der Anleihe betheiligen können. Das grenzt meines Erachtens nicht entfernt an Betrug.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das kann doch nur für den Fall zutreffen, wenn in der That eine Emissionsstelle, die für Rechnung eines Anderen, möchte ich sagen, bloß die Ausgabestelle ist, in Frage kommt, aber doch nicht für den Fall, daß derjenige sich betheiligt, für dessen Rechnung das Geschäft erfolgt. Das ist ein ganz äußerliches Moment, das wird das eine Mal so, das andere Mal so sein. Ich kann nicht anerkennen, daß zwischen dem Fall, der vorhin als Fall eines Betruges bezeichnet worden ist, und diesem Falle in der Charakteristik irgend ein Unterschied sei. Wer für seine Rechnung zur Zeichnung auflegt, kann nicht mitkonkurriren.

Vorsitzender: Warum nicht? hier dürfte die kaufmännische Anschauung der juristischen widersprechen. Aber auch vom juristischen Standpunkt halte ich ein solches Verhalten für legitim.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich wollte fragen, ist es nicht ganz dieselbe Sache, als wenn Jemand anzeigt: ich will im Wege der Auktion 50 000 Einheiten einer Waare verkaufen, und er tritt in der Auktion selbst als Bieter auf? Die 50 000 Einheiten sind eine Wahrheit, und sein Gebot ist auch eine Wahrheit, er begeht nach keiner Richtung hin irgend etwas, was nur im entferntesten der Definition eines Betruges entsprechen könnte, und die Submission ist eigentlich eine andere Form der Auktion, wenigstens ihr immer ähnlich.

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp:** In diesem Falle würde ich einen Betrug nicht annehmen, wenn der Betreffende nachher nicht 50 000 Einheiten zur Auktion stellt, sondern er hat inzwischen vielleicht anderweitig verkauft oder er hat sich anderweitig besonnen nur 40 000 Einheiten. Ich bin auf das Betrugsgebiet nicht gekommen, sondern habe nur gesagt, daß, wenn es sich als Betrug charakterisirt, wenn eine Bank die aufgelegte Summe nicht voll vertheilt, das auch ein Betrug sein müßte, wenn die emittirende Bank durch Scheinzeichnungen sich einen Theil der aufgelegten Summe zuwendet. Ich bin nicht eines Anderen belehrt worden.

Vorsitzender: Eine Emissionsstelle, welche selbst subskribirt, bewegt sich vollkommen innerhalb der publizirten Vertragsbedingungen, welche für Jedermann gelten. Dagegen ist es eine bösliche Verletzung der Vertragsbedingungen, wenn das Emissionshaus heimlich einen Theil des aufgelegten Betrages zurückzieht; — es kommt auf das Heimliche an.

Sachv. **von Pflaum:** Wenn er die Zurückziehung publizirt, ist er kein Betrüger.

Vorsitzender: Vertritt noch einer der Herren Sachverständigen die Ansicht des Herrn Geheimraths Gamp? Es wäre interessant, das zu ermitteln.

(Pause.)

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe festgestellt, was meine Ansicht ist.

Vorsitzender: Sie halten den zweiten Fall für keinen Betrug?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe gesagt, wenn man das Eine für Betrug erklärt, so muß man auch das Andere für Betrug erklären.

Vorsitzender: Sie halten also bedingt für Betrug, wenn die Subskriptionsstelle einen Betrag für sich zeichnet, einer derjenigen Bankiers, bei welchen ein Papier aufgelegt ist.

Wir wollen fortfahren, ich bitte Herrn Dr. Simon, sich zu äußern.

Sachv. Dr. **Simon:** Wir haben in Königsberg dieselben Vorschriften, die in Berlin als leitende Gesichtspunkte aufgestellt sind; das Vorsteheramt prüft die Richtigkeit und Vollständigkeit, wir haben auch noch etwas mehr, als in den leitenden Gesichtspunkten angegeben ist, indem, wohl ohne rechtliche Bedeutung, in § 3 der Vorschriften noch ausgesprochen ist, daß die das Effekt einführende hiesige Firma dem Publikum gegenüber alle Angaben des Prospekts zu vertreten hat. Also dasjenige, wovon von einer Seite gewünscht wurde, daß es in Zukunft eingeführt werden möchte, ist bei uns, wenn auch wohl nicht mit rechtlicher Wirksamkeit, eingeführt, aber man steht unter dem Eindruck bei uns, daß das eine Verpflichtung sei.

Vorsitzender: Sie halten es für praktisch bedenklich, daß man diese Verantwortlichkeit einführe?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich meine, daß man die Firma nur für Dolus verantwortlich machen soll. Ich bemerke, daß wir in Königsberg die weitestgehende Verantwortlichkeit zwar unter den Vorschriften für die Prospektbedingungen haben, ob aber im Prozeßwege sich etwas daraus herleiten lassen würde, ist eine andere Frage. Zu Punkt a bin ich der Meinung, daß die Mitwirkung von Staatsbehörden keinen Nutzen hätte, daß die Börsenvertretungen, die wir heute haben, besser geeignet sind, das zu prüfen, daß das Publikum dadurch irregeleitet werden würde und daß den Erschwernissen, die mit der staatlichen Mitwirkung verbunden wären, keine entsprechenden Vortheile gegenüberstehen würden.

Vorsitzender: Die Einwendungen gegen diesen Standpunkt sind ausführlich erörtert, Sie haben sie in Ihrer Antwort gewürdigt. Es folgt die Frage, ob die Zulassung von einem Mindestbetrage der einzelnen Stücke abhängig gemacht werden soll?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube nicht, daß das Erfolg hätte, es würden ausländische Papiere, die auf den deutschen Markt reflektiren, der betreffenden Bestimmung sich zweifellos anpassen, das kleine Publikum würde den Nachtheil haben, daß es, wenn größere Appoints gemacht würden, und die Betreffenden die Mittel nicht hatten, ein Angeld geben müßte und ein größeres Risiko hätte, als sonst, und daß man kleine Stücke durch Vermittlung im Auslande anschaffen würde. Ich glaube also nicht, daß eine solche Bestimmung einen erheblichen Einfluß haben würde. In Bezug auf die Frage, die Herr Geheimrath Gamp vorhin gestellt hat, indem er meinte, daß der Kurs in richtigem Verhältniß mit dem Werthe stände, bemerke ich, daß die Geld- und Kreditverhältnisse der einzelnen Staaten für den Kurs vielfach maßgebend sind. Wir werden alle unsere deutsche Reichsanleihe für ebenso vollwerthig halten, wie die französische, trotzdem steht die dreiprozentige französische Rente

13 Prozent höher, weil die Geldverhältnisse bei uns noch andere sind, als in Frankreich, und die Bewerthung sich darnach richtet. Daher ist es begreiflich, daß ganz sichere ausländische Unternehmen bei uns zu einem verhältnißmäßig niedrigeren Kurse plazirt werden, aber im Verhältniß zu dem Kredit des dortigen Landes.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Sachverständige sagt, wenn Anleihen in kleinen Appoints nicht ausgegeben werden dürften, so würde man sich danach richten und dann einfach größere Appoints auf den Markt bringen. Ich entnehme daraus, daß er eine Geschäftserschwerung in dem Verbot der Ausgabe kleiner Appoints nicht erblickt.

Sachv. Dr. **Simon:** Eine Erschwerniß würde darin liegen, ich meine nur, daß das Ausland, welches den deutschen Markt haben will, diese Erschwernisse überwinden würde.

Vorsitzender: Sie sagten auch, man würde sich Stücke im Auslande anschaffen.

Sachv. Dr. **Simon:** Außerdem glaube ich, daß der kleine Mann ein Risiko übernehmen müssen würde, er würde sich einen Appoint von 1000 Mark mit einem Angeld von 300 Mark anschaffen und die Verantwortung für 1000 Mark haben.

Vorsitzender: Es würde immerhin eine Erschwerung sein; denn beim Bankier hier würde er die entsprechenden Papiere nicht finden und sie erst vom Auslande kommen lassen müssen. Würden Sie auch nicht für eine Beschränkung bei Aktien sein?

Sachv. Dr. **Simon:** Für Aktien glaube ich, daß es nicht empfehlenswerth ist, andere Bedingungen zu geben, als für die deutschen Aktien. Da wir 1000 Mark Mindestbetrag haben, so würde ich diesen auch für ausländische Aktien nehmen.

Vorsitzender: Wir kommen zu c. Würden Sie dafür sein, daß für die Zulassung von Aktien der bisherige Mindestbetrag des Grundkapitals erhöht wird? Haben Sie in Königsberg einen Mindestbetrag festgesetzt?

Sachv. Dr. **Simon:** Wir haben keinen Mindestbetrag, und ich bin der Meinung, daß die Einführung eines Mindestbetrages des Grundkapitals das Bedenkliche hat, daß Unternehmungen, die mit kleinem Grundkapital auskommen könnten, verführt werden, das Kapital heraufzusetzen, um an größeren Börsen gehandelt werden zu können. Ich halte das für einen außerordentlichen Nachtheil. Andererseits glaube ich, es hindert das die soliden Unternehmungen, welche zu der Form einer solchen Aktiengesellschaft geeignet sind, aus diesem Grunde auf diese Form zu verzichten. Ich glaube, daß es nicht richtig sein würde, legislativ einen Mindestbetrag zu fixiren, meine vielmehr, daß dies den einzelnen Börsen überlassen werden sollte. Ich glaube auch nicht, daß kleine Aktienunternehmungen an sich ein größeres Risiko enthalten, als große Unternehmungen, und glaube, daß ein Schutz für das Publikum nicht geboten wird, wenn es nur Gelegenheit hat, sich an großen Aktienunternehmungen zu betheiligen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte fragen, wie sich der Herr Sachverständige zu dem Gedanken stellt, den sein Nachbar äußerte, daß man bei den Provinzialbörsen für Effekten, welche in ihr Wirthschaftsgebiet hineinfallen, entweder gar keine Beschränkung oder eine geringe Beschränkung einführt, dagegen für die Zentralbörsen, namentlich für Berlin, eine erhebliche Erhöhung vorsieht, um auf diese Weise diejenigen Provinzialpapiere, deren Bonität an der Zentralstelle und von dem Publikum dort schwer beurtheilt werden kann, möglichst auf die Provinzialbörsen zu verweisen. Ich möchte fragen, ob eine derartige Regelung im Aufsichtswege oder irgendwie zweckmäßig wäre.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich würde sie im Aufsichtswege ganz entschieden widerrathen. Ich glaube, daß die Zentralbörsen in ihren Organen eine genügende Vertretung haben, um dasjenige fern zu halten, was sie für nicht geeignet halten, und ich muß nochmals betonen, daß die Bestimmung, daß der Mindestbetrag 1 Million sein muß, dahin führt, daß verschiedene Unternehmungen auf 1 Million Grundkapital firirt werden, welche sonst mit 750 000 Mark ausgekommen wären, bloß um den Vortheil zu haben, an der Berliner Börse gehandelt zu werden.

Vorsitzender: Aus diesem Grunde haben manche der Herren Sachverständigen sich für 3 Millionen erklärt, weil sie meinten, das würde sich nicht so leicht umgehen lassen.

Sachv. Dr. **Simon:** Es würde eine Reihe solider Unternehmungen, die an und für sich für die Form der Aktiengesellschaft geeignet sind, verhindert werden, diese Form anzunehmen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen nach seiner Meinung fragen, ob nach seiner Erfahrung eigentlich die Aktiengesellschaften der Majorität nach gegründet werden, um an der Börse Papiere zu kreiren, oder ob sie nicht doch ursprünglich aus dem Interesse der Gründer an dem Betriebe des betreffenden Geschäfts gegründet werden, das nur die Aktiengesellschaft als Rechtsform gewählt hat. Je nachdem man das Eine oder das Andere annimmt, muß man in Bezug auf diese Frage zu einer verschiedenen Stellung kommen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube, daß die materiellen Gründe überwiegend sind, aber immerhin ist auch der Wunsch damit verbunden, sobald die Aktien in einem größeren Betrage bestehen, für dieselben einen Markt zu schaffen.

Vorsitzender: Wenn ein größerer Betrag da ist; bei kleinen Aktiengesellschaften lehrt aber die Erfahrung, daß die Aktien meist in wenigen Händen untergebracht sind.

Sachv. Dr. **Simon:** Dann wird man auch nicht an die Börse gehen, dann könnte die Bestimmung fehlen. Ich meine, es liegt keine Veranlassung vor, im Aufsichtswege eine Bestimmung zu treffen, weil eben eine kleine Gesellschaft ebenso solid sein kann, wie eine große. Ich weiß selbst, daß an mich Sachen herangetreten sind, die an sich Unternehmen waren, welche ganz gut mit kleinen Summen gegründet werden konnten, aber unterblieben mit Rücksicht darauf, daß die Aktien an die Berliner Börse nicht gebracht werden können, man sagte, man müßte 1 Million Kapital nehmen. Da die Berliner Börse schon diese kleinen Unternehmungen ausgeschlossen hat, so glaube ich, daß es nicht erforderlich ist, im Aufsichtswege das weiter zu treiben.

Vorsitzender: Sie meinen, auch für kleine Unternehmungen ist Beweglichkeit erwünscht?

Sachv. Dr. **Simon:** Es ist von der allergrößten Wichtigkeit für jeden Betheiligten. Es kommt bei ganz guten Papieren vor, daß sie keinen Käufer finden, oder daß derjenige, der verkaufen will, sich unverhältnißmäßig großen Verlust gefallen lassen muß, weil das Papier keinen Markt hat.

Vorsitzender: Zu d wird gefragt: sollen dem Gründungsprospekte auch die in Artikel 210 bezeichneten Verträge beigefügt werden?

Sachv. Dr. **Simon:** In den leitenden Gesichtspunkten ist für Eisenbahnaktien und industrielle Aktien vorausgesetzt, daß bei Eisenbahnaktien während der ersten zwei Jahre, und bei industriellen Aktien während eines Jahres das Wesentliche in den Prospekt aufgenommen werden muß. Da bin ich der

Meinung, wenn dies für diese Zeit vorgesehen ist, dann empfiehlt es sich auch, es nach Ablauf der Frist bestehen zu lassen, weil, wenn man überhaupt darin eine Garantie finden will, darin die Aufforderung liegt, diese Frist vorübergehen zu lassen, um das, was man nicht veröffentlichen will, nicht veröffentlichen zu brauchen. Ich würde also für zweckmäßig halten, daß diese Fristbestimmung fortfiele, oder daß sie wesentlich weiter ausgedehnt wird und daß ferner auch noch das Wesentliche aus dem Revisionsberichte aufgenommen würde.

Vorsitzender: Würden Sie es nicht für zweckmäßig halten, daß man die Urkunden irgendwo auslegte?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube, das Publikum ist zu indolent, um sie einzusehen. Wenn man überhaupt auf den Prospekt Werth legt, so müßte man das Wesentliche aus den Urkunden in den Prospekt mit aufnehmen.

Vorsitzender: Sie wollen es also ohne Frist?

Sachv. Dr. **Simon:** Ohne Frist, aber eine sehr viel längere Frist.

Vorsitzender: In e wird gefragt, ob die Zulassung von Aktien vom Verlaufe eines gewissen Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll.

Sachv. Dr. **Simon:** Das halte ich nicht für zweckmäßig. Eine kurze Zeit würde nichts nützen, und eine längere Zeit würde dem Großkapital für derartige Unternehmungen ein Monopol geben. Es würde keinen wesentlichen Erfolg haben. Es ist vorhin schon gesagt worden, daß selbst die Frist von einem Jahr nach Eröffnung des Geschäfts viel eher beitragen könnte, das Publikum irrezuführen, weil man die Sache darauf zuschnitte, als daß sie einen Schutz gewährte.

Vorsitzender: Einer der kaufmännischen Herren Sachverständigen hat die entgegengesetzte Meinung vertreten.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich würde überhaupt keine Frist irgendwo nehmen.

Vorsitzender: Wir kommen zu der vorhin bereits berührten Verantwortlichkeitsfrage.

Sachv. Dr. **Simon:** Die Bezugnahme auf Artikel 180 und 213 ist in Bezug auf die Obligationen an sich nicht denkbar, weil durch diese Bestimmungen doch nur eine Verantwortlichkeit der Gesellschaft gegenüber gegeben ist. Das Publikum ist nur durch Strafbestimmungen geschützt. Ich glaube nun, daß auch nach dem geltenden Recht für Dolus heute schon eine zivilrechtliche Verantwortlichkeit besteht, und daß eventuell kriminell wohl die Frage des versuchten Betruges bei Dolus durchgreifen würde. Das Aktiengesetz hat wohl nur Veranlassung genommen, eine Ergänzung zu geben, um der Gesellschaft selbst eine Sicherheit zu schaffen. Ich glaube daher, daß die geltenden Bestimmungen nach dieser Richtung ausreichend sind, wie sie sind und daß keine Veranlassung vorliegt, spezielle Vorschriften zu geben.

Vorsitzender: Der Dolus läßt sich häufig schwer nachweisen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich würde von demjenigen, der den Prospekt selbst unterschrieben hat, verlangen, daß er Kulpa prästirt.

Vorsitzender: Die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes?

Sachv. Dr. **Simon:** Ja aber für diejenigen, die einen von einem Anderen unterschriebenen Prospekt bei sich zur Sub-

skription auflegen, würde ich die Verantwortlichkeit nur für Dolus zulassen, darüber hinaus zu gehen, wäre zu viel verlangt.

Vorsitzender: Sie wollen eine Emissionsstelle nur für den Dolus verantwortlich machen?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich sehe darin, daß überhaupt etwas von der Emissionsstelle aufgelegt wird, eine gewisse Empfehlung und würde sie verantwortlich machen, wenn sie wußte, daß in dem Inhalt des Prospekts Bekanntes doloser Weise verschwiegen oder Falsches gesagt sei.

Vorsitzender: Es giebt eine Verschuldung, die sich dem Dolus sehr nähert, Gewissenlosigkeit, daß man etwas, was man hören könnte, absichtlich von der Hand weist, es nicht hören will, eine döslige Handlungsweise, wie man es nennt. Würden Sie das nicht dem Dolus anreihen?

Sachv. Dr. **Simon:** Das halte ich für eine Beweisfrage, ich meine, daß der eigentliche Gesichtspunkt der des Dolus ist. Wenn man so weit ginge, daß man von jedem Unrichtigen, was in dem Prospekte steht, sagt: du hättest es prüfen müssen, du hättest es wissen können, so glaube ich, würde das eine Zumuthung an das Emissionshaus sein, welche das ganze Geschäft unmöglich machen würde.

Vorsitzender: Wollen Sie diejenigen, welche den Prospekt unterschreiben, für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns haften lassen?

Sachv. Dr. **Simon:** Das betrachte ich bereits heute als nach dem Gesetz vorhanden.

Vorsitzender: Für die Vollständigkeit und Richtigkeit jeder Angabe?

Sachv. Dr. **Simon:** Sämmtliche Angaben, soweit Dolus und Kulpa vorliegt. Einer, der unterschreibt, hat die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu prästiren.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Da möchte ich klar gestellt wissen, Sie sagen: wer unterschreibt. Thatsächlich werden die Prospekte doch vielfach in der Form in die Welt gesetzt, daß, ich will einmal sagen, ein Finanzminister eine Auseinandersetzung macht, sie mit seiner Namensunterschrift versieht, und unter diesem Schriftwerk steht nun eine Ankündigung des emittirenden Hauses: auf Grundlage des vorstehenden Prospektes werde ich in der und der Form diese und diese Papiere dem Handel zuführen, und dann kommt allerdings wieder eine Unterschrift. Ich bitte den Herrn Sachverständigen, zu sagen, ob die zweite in solcher Form gegebene Unterschrift seines Erachtens auch diese Verbindlichkeit enthält, beziehungsweise wenn sie sie heute noch nicht enthält, ob sie nicht, wenn wir da de lege ferenda sprechen, ihr beigelegt werden kann.

Sachv. Dr. **Simon:** In dem gegebenen Beispiele ist der Prospekt nur von dem Finanzminister unterschrieben, das Andere ist lediglich eine Aufforderung, die auf das Vorhergehende Bezug nimmt, die dokumentirt, daß der Auffordernde nicht unterschrieben hat, und da meine ich, daß der Zweitunterschriebene nur für Dolus verantwortlich zu machen ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Sie sagten aber vorhin, auch für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich bemerkte vorhin, daß wir in Königsberg, wenn auch meiner Meinung nach nicht mit juristischer Verbindlichkeit, in unseren statutarischen Vorschriften schon das Weitgehendste haben, was von irgend einer Seite überhaupt gewünscht wird.

Vorsitzender: Ich habe vor mir die Vorschriften, betreffend die Zulassung von Effekten zur Kursnotirung an der Königsberger Börse, da heißt es: „die Verantwortlichkeit für die Richtigkeit der in dem Einführungsprospekt gemachten Angaben liegt der das Effekt einführenden hiesigen Firma ob, welche dieselbe dem Publikum gegenüber zu vertreten hat. Zu diesem Zwecke hat die einführende Firma ihren Namen und die Angabe ihres Domizils unter den Einführungsprospekt zu setzen". So würden Sie danach einen Prospekt haben, wie ihn Herr Geheimrath Frentzel geschildert hat, wo der wesentliche Inhalt unterschrieben ist.

Sachv. Dr. **Simon:** Diese Sache wird aber nicht strenge genommen.

Vorsitzender: Aber die Verantwortlichkeit würde Alles umfassen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube nicht, daß die Vorsteher der Kaufmannschaft in der Lage waren, ein Gesetz zu machen, Herr Präsident.

Vorsitzender: Die Bestimmung hat immerhin eine gewisse Bedeutung für die Auffassung im Publikum und auch für die Auffassung der Emissionshäuser. Man würde sagen, wenn darauf hin ein Papier emittirt wird, so sind sämmtliche Betheiligten davon ausgegangen, daß jene Verantwortlichkeit auch wirklich zutrifft.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube, daß im Bewußtsein der Leute kaum etwas davon existirt.

Vorsitzender: Prozesse darüber hat es noch nicht gegeben?

Sachv. Dr. **Simon:** Nein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sagen, Sie unterzeichneten den Prospekt; eignen Sie sich damit außer dem, was Sie selbst vortragen, alles dasjenige, was der Anleiheschuldner sagt oder schreibt, an oder schreiben Sie in dem Prospekt: der Anleiheschuldner sagt das, und referiren es nur? Sonst würden Sie z. B. jedem Käufer gegenüber für alles Materielle, gleichviel, ob Dolus oder Kulpa vorliegt, haften.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich meine auch, daß das auch in Folge dessen nicht geschieht. Wenn das bei uns vorgeschrieben ist, so glaube ich, daß zu weit gegangen worden ist; es wird nicht beobachtet.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie gehen nach einer anderen Richtung zu weit, wenn Sie sagen, ich will nur für Dolus haften. Waren nicht gewisse Aeußerungen Ihrerseits dahin zu verstehen: wenn ich die Thatsachen mir nicht selbst aneigne, die ich in dem Prospekt wiedergebe, so erkläre ich doch damit, daß ich sie auf ihre Richtigkeit als sorgfältiger Kaufmann geprüft habe, so daß nach dieser Richtung eine Haftung für Sorgfalt in der Prüfung stattfindet? Sie haben sich selbst wiederholt des Ausdrucks Empfehlung bedient.

Sachv. Dr. **Simon:** Das wird wohl auf den Ausdruck ankommen, mit welchem man den von Anderen unterschriebenen Prospekt begleitet.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich denke mir den indifferentesten Ausdruck, daß man sagt: auf Grund der Erklärung des Anleiheschuldners so und so emittiren wir hiermit die Obligationen.

Sachv. Dr. **Simon:** Da bin ich der Meinung, daß ich nur für Dolus und culpa lata haftbar bin, diese culpa lata, welche dem Dolus gleichgestellt wird. Der Fall von dem Finanzminister, der genannt wurde, würde dahin führen, daß der hiesige Geschäftsmann in die Lage käme, dasjenige, was

ihm von solchen Vertrauenspersonen zugebracht wird, auf die Richtigkeit prüfen zu müssen, wozu man nicht im Stande wäre.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist nicht jeder Finanzminister bei einer exotischen Anleihe eine vertrauenswürdige Person, es würde auf die konkrete Würdigung ankommen müssen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube doch, daß, wenn man Dolus und culpa lata feststellt, die Grenze gegeben ist, für welche berechtigterweise man den Emittenten verantwortlich machte.

Vorsitzender: Sie wollen nur die Sorgfalt in dem von Ihnen bezeichneten Sinne vertreten lassen. Sie haben nicht sagen wollen, daß dann, wenn eine Angabe falsch ist, unbedingt dafür einzutreten wäre. Sie scheiden wahrscheinlich zwischen den zugesagten Eigenschaften des verkauften Papiers und anderen Momenten, die angeführt werden, ohne gerade die Bedeutung zu haben, daß sie für den Entschluß, sich bei der Anleihe &c. zu betheiligen, maßgebend sind. Für diese würde der Richter vermuthlich eine Haftung nur dann annehmen, wenn ein Versehen, ein Zusammenhang des Schadens mit diesem Versehen nachgewiesen ist. Indeß, das ist mehr eine Frage der Auslegung.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es scheinen in Königsberg naive Zustände zu bestehen. Es ist von den Herren Sachverständigen uns mitgetheilt und vom Herrn Vorsitzenden festgestellt worden, daß in Königsberg strenge Vorschriften bezüglich der Haftung der Emissionshäuser bestehen, und nun erklärt der Herr Sachverständige, diese Vorschriften stehen nur auf dem Papier, es würde weder eine Unterschrift von dem Emissionshause verlangt, noch irgend eine Verantwortung übernommen. Ich würde glauben, daß die Kaufmannschaft in Königsberg gut thäte, aus dieser Mittheilung des Herrn Sachverständigen Veranlassung zu nehmen, auf die Beachtung ihrer Vorschriften zu halten. Was die Sache selbst anlangt, so ist uns von verschiedenen, auch anderen Sachverständigen mitgetheilt worden, daß an einer Reihe von Börsen die Bestimmung besteht, der Prospekt müsse unterschrieben sein von dem Emissionshause, und das Emissionshaus müsse damit die Verantwortlichkeit für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns übernehmen. Sie sagen auch, wenn das Emissionshaus den Prospekt unterschreibt, so hat es die Verantwortlichkeit für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns. Nun legen Sie selbst in den Bedingungen der genehmigenden Stelle die Verpflichtung auf — Sie heben hervor im Gegensatz zu Berlin —, die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben des Prospektes zu prüfen. Sie sagen einerseits, das Emissionshaus könnte die Prüfung nicht eintreten lassen, andererseits haben Sie in Ihren Bedingungen die Bestimmung, daß die genehmigende Stelle die Prospekte auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der für das Publikum nöthigen Angaben prüft. Ist das ein Widerspruch oder ist das auch eine Bestimmung, welche nur auf dem Papier steht; damit wird der Eindruck erweckt, als ob eine sorgsame Prüfung stattfinde, während dieselbe im Uebrigen keine praktische Bedeutung hat!

Sachv. Dr. **Simon:** Es ist schwer zu antworten, nachdem der Fragesteller auf naive Zustände hingewiesen hat. Ich glaube, daß das die Situation für den Sachverständigen erschwert. Wenn Sie die Bedingungen sich genau ansehen, so werden Sie finden, daß lediglich die Richtigkeit und Vollständigkeit dessen vom Vorsteheramte zu prüfen ist, was nach den leitenden Gesichtspunkten beizubringen ist. Natürlich kann das Vorsteheramt nicht prüfen, ob die einzelnen Angaben des Prospektes richtig sind. Dazu ist es weder geeignet, noch hat es das Material dazu. Das ist eine ganz andere Sache. Ich glaube, wenn das Vorsteheramt diese Richtigkeit und Voll-

ständigkeit zu prüfen hat und außerdem Weiteres fordern kann, so scheint mir, daß das Bedingungen sind, die recht weit gehen. Ich betone, daß ich den Schlußsatz des § 3 unserer Bedingungen für rechtlich illegal halte, indem das Vorsteheramt nicht vorschreiben konnte, daß Firmen für etwas verantwortlich sind, wonach sie nach dem Gesetz nicht verantwortlich sind. Ich habe erwähnt, daß dieser Punkt, wahrscheinlich weil er in dem Bewußtsein der Interessenten gar nicht weiter Platz gegriffen hat, auch nicht beobachtet wird.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich meine, das Vorsteheramt kann unzweifelhaft vorschreiben und hat vorgeschrieben, daß der Prospekt von der Emissionsfirma unterschrieben werden soll, und wenn der Herr Sachverständige mittheilt, daß diese Bestimmung nicht beachtet wird, so ist das mindestens ein eigenthümliches Verfahren. Nachdem das Vorsteheramt in den Bestimmungen vorgeschrieben hat: jede Emissionsfirma ist verpflichtet, den für die Emissionen aufgestellten allgemeinen Bedingungen zu entsprechen, bin ich allerdings der Ansicht, daß das Vorsteheramt die Emissionsfirmen nöthigen kann, den Prospekt zu unterschreiben, damit die Konsequenz eintritt, welche der Herr Sachverständige selbst gezogen hat, daß dann die Haftung des Emissionshauses für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns eintritt. Im Uebrigen möchte ich bemerken, daß gerade die leitenden Gesichtspunkte Alles enthalten, was für die Beurtheilung der Bonität des Unternehmens nothwendig und geeignet ist, und daß, wenn das Vorsteheramt vorschreibt, daß das Emissionshaus für die Richtigkeit der Angaben in dem Prospekt haftet, sich damit die Haftung auf Alles erstreckt, was für das Publikum zu wissen von Werth ist. Ebenso muß das Vorsteheramt, welches die Pflicht hat, die Prospekte in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben zu prüfen, diese Prüfung auf alles erstrecken, was für die Beurtheilung der Bonität des Unternehmens nothwendig ist.

Vorsitzender: Ich möchte noch erwähnen, daß im § 2 der vorgelesenen Vorschriften steht, daß das Vorsteheramt sich das Recht vorbehält, im einzelnen Falle von dem einen oder anderen der in den leitenden Gesichtspunkten aufgestellten Erfordernisse abzuweichen, sofern die zur Beurtheilung der Sicherheit des Effekts wichtigen Angaben sich auf andere Art zweckmäßiger und besser bewirken lassen. Außerdem handelt es sich ja um eine in dem Sinne erlassene Vorschrift, daß sie außer Anwendung gelassen werden kann, wenn sie nicht zutrifft.

(Halbstündige Pause.)

Vorsitzender: Wir waren bis f einschließlich gekommen. Wir gelangen zu g, der Frage, ob der Uebernahmepreis angegeben werden soll.

Sachv. Dr. **Simon:** Nach meiner Meinung widerspricht es dem kaufmännischen Gefühl, daß Jemand seinen Kaufpreis angiebt; das ist gegen alle kaufmännische Empfindung und würde nach meiner Ueberzeugung, wenn es vorgeschrieben würde, leicht zu Zwischengeschäften führen, der letzte, der das Papier emittirt, würde dann immerhin dem Publikum gegenüber nicht mit einer sehr großen Differenz erscheinen. Es wäre eine solche Forderung gewissermaßen eine Provokation für Manche, zu Zwischengeschäften überzugehen. Im Uebrigen bin ich des Glaubens, daß in sehr seltenen Fällen die Angabe des Uebernahmepreises für das Publikum von ausschlaggebender Bedeutung wäre.

Vorsitzender: Wir können zu h übergehen.

Sachv. Dr. **Simon:** Bei h bin ich dafür, den Prospektenzwang auf Kapitalserhöhungen auszudehnen. Bei Konver-

tirungen bin ich dafür, wenn, wie neuerdings mehrfach Fälle vorgekommen sind, eine Gattung von Aktien in eine andere verwandelt wird, wenn aus Stammaktien durch Zuzahlung Prioritätsaktien gemacht werden; wenn aber eine Herabsetzung bloß, z. B. von 4 Prozent auf 3½ Prozent, stattfindet, wo der Interessenkreis derselbe bleibt, sehe ich nicht ein, warum man den Prospektenzwang einführen soll.

Vorsitzender: Es könnte in diesem Fall vielleicht eine andere Art von Prospekten beliebt werden; aber eine Veröffentlichung über die Bedingungen der Konversion wäre wohl auch hier nicht unzweckmäßig?

Sachv. Dr. **Simon:** Der Betreffende, der die Konvertirung vornimmt, wird das den Interessenten mittheilen müssen, er wird sagen: die Papiere werden gekündigt zu einem bestimmten Termin, wer aber die Papiere zu niedrigeren Bedingungen umwandeln will, kann es thun. Wer das in seinem Interesse findet, wird es thun. Ich sehe nicht ein, warum man da, wo der Interessentenkreis derselbe bleibt, einen Prospektenzwang einführen soll.

Vorsitzender: Sie meinen wohl, die Besitzer sind hinreichend orientirt? Der Prospektenzwang bedeutet, daß die Verhältnisse des ausgebenden Staates nochmals detaillirt werden. Das halten Sie für nicht nöthig?

Sachv. Dr. **Simon:** Nur bei Veränderung der Bedingungen. Bei Kapitalserhöhungen bin ich der Meinung, daß es erforderlich ist.

Vorsitzender: In ähnlicher Weise haben sich auch andere Sachverständige ausgesprochen, die Mehrzahl ist freilich für Bejahung in beiden Fällen, schon der Gleichförmigkeit wegen. Wollen Sie sich zu i äußern?

Sachv. Dr. **Simon:** Für eine Verlängerung der Frist kann ich mich auch nicht erklären. Eine ganz kurze Frist kann ich mir für sehr nützlich denken, aber nur, wenn sie recht kurz gegriffen wird. Eine längere Frist würde meines Erachtens zu Wege bringen, daß die Interessenten nicht in demjenigen Moment, in dem sie an den Markt appelliren wollen, den Prospekt veröffentlichen würden, weil sie sich dann sagen müssen: es vergeht so und so viel Zeit, und es kann der günstige Moment verpaßt werden, sondern sie würden in einem früheren Moment das thun, um für den günstigeren Moment die Vorbedingungen erfüllt zu haben; es würde inzwischen eine Zeit vergangen und die geübte Kritik vergessen sein. Ich würde darin eher einen Nachtheil als einen Vortheil sehen. Wenn man eine geringe Frist von wenigen Tagen nimmt, so finde ich dagegen nichts. Bei Staatskrediten und großen Unternehmungen muß der günstige Moment wahrgenommen werden.

Vorsitzender: Sie würden für eine Frist von einigen Tagen sein, vier bis sechs?

Sachv. Dr. **Simon:** Je kürzer die Frist genommen wird, desto besser ist es, wenn nicht das Gegentheil hervorgerufen werden soll, daß zu einem Momente publizirt wird, in dem man nicht an das Publikum gehen will.

Vorsitzender: Es kommt nun die Frage k.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich halte den Handel per Erscheinen, mag er in der That die vorhin geschilderten Mißstände der Agiotage zur Folge haben, für durchaus zulässig im Interesse der legitimen Transaktionen. Ich glaube nicht, daß die Nachtheile, die damit verbunden sein können, so schwerwiegend sind, wie andererseits die nöthige Rücksicht auf das Geschäft. Ich glaube insbesondere, daß der Vorschlag, den mein Herr Nachbar gemacht hat, daß am Tage des Beginns der Subskription der

Handel beginnen darf, ein Schlag ins Wasser wäre, weil man dann so viele Zeichnungstage nehmen würde, daß die ganze Sache illusorisch wäre.

Vorsitzender: Halten Sie es nicht für empfehlenswerth, den Handel erst mit Schluß der Zeichnungen beginnen zu lassen?

Sachv. Dr. **Simon:** Dann würde die Zeit der Zutheilung noch dazu kommen. Es würde dann das Eine fortfallen, daß man in hohem Maße mehr zeichnen kann, aber das würde das Einzige sein. Andererseits würde die Unterbringung gerade bei sehr großen Beträgen, die übernommen werden, erschwert werden. Die hier vielleicht in Berlin mehrfach vorgekommene bedauerliche Agiotage hat nicht einen derartigen kolossalen Umfang, daß deshalb ein derartiger Eingriff der Gesetzgebung in Betracht kommen könnte.

Vorsitzender: Bei sehr großen Emissionen würde ein Theil des Bedürfnisses von den einzelnen Emissionsstellen befriedigt werden können durch das, was sie für sich selbst gezeichnet haben. Wir haben vorhin schon darüber gesprochen, daß es legitim sei, wenn ein Emittent nach Maßgabe der Bedingungen seinerseits selbst einen Betrag erwirbt.

Sachv. Dr. **Simon:** Nach dieser Darstellung würde man es in den Bureaus machen können, nicht an derjenigen Stelle, wo das Geschäft sich überhaupt abspielt, — an der Börse. Im Uebrigen, wenn eine solche Bestimmung käme, würde man nicht an der Börse, sondern im Privatverkehr handeln, es würde der Verkehr sich ganz bestimmt an diese Sache nicht binden.

Vorsitzender: Sie sind der Meinung, es würde nicht geschehen?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich bin der Meinung, daß der Handel sich trotzdem entwickeln würde nicht an der legitimen Stelle, sondern er würde sich andere Stellen aussuchen.

Vorsitzender: Sie würden den Handel also zulassen. Die Kaufleute hierin sind vielfach verschiedener Meinung. Es giebt zahlreiche angesehene Leute, die diesen Handel per Erscheinen für bedenklich halten. Das wird Ihnen bekannt sein.

Sachv. Dr. **Simon:** Ganz angenehm berührt mich die Agiotage auch nicht, aber nicht Alles, was ungünstig erscheint, ist man zu beseitigen in der Lage.

Sachv. **Lehmann:** Herr Präsident, ich würde von dem Rechte, zu diesen Fragen keine Aeußerungen zu machen, Gebrauch machen, weil ich nichts Neues mehr vorbringen kann.

Vorsitzender: Wir haben den Herrn Sachverständigen hauptsächlich wegen der Frage des Maklerwesens und der Frage der Kursfeststellung zu hören gewünscht. Nun folgen die beiden Herren aus Frankfurt. Wollen Sie sich über Nummer 1 des Fragebogens aussprechen.

Sachv. **Goldschmidt:** Was zunächst die Frage im Allgemeinen anbetrifft, so haben wir in Frankfurt die leitenden Bestimmungen ganz den Berliner nachgebildet, ich glaube, daß diese vollkommen ausreichen, sie haben sich auch bei uns als ausreichend erwiesen.

Vorsitzender: In jeder Beziehung würden Sie dagegen sein?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich könnte nicht finden, daß meines Wissens ein Vorkommniß geschehen ist, das Anlaß gäbe, eine Aenderung in dieser Beziehung zu treffen.

Vorsitzender: Es ist die Frage angeregt worden, ob es zweckmäßig wäre, für ganz Deutschland solche Gesichtspunkte für maßgebend zu erklären, indem man durch eine elastische Fassung dafür sorgte, daß man dem Handel nicht unpassende Fesseln anlegt. Würden Sie dies für zweckmäßig halten? Thatsächlich besteht bereits eine weitgehende Gemeinsamkeit.

Sachv. **Goldschmidt:** Sie besteht an den Hauptbörsen von Berlin und Frankfurt, und sie wird sich meines Erachtens sukzessiv auf alle anderen Börsen mit Nothwendigkeit übertragen.

Vorsitzender: Wollen Sie vielleicht dadurch nachhelfen, indem man die Einheitlichkeit vorschreibt?

Sachv. **Goldschmidt:** Ja, vorschreibt, das hängt eng zusammen mit der Frage der Einwirkung des Staates. Ich stehe im Allgemeinen auf dem Standpunkte, daß unsere Einrichtung, wie sie jetzt in Frankfurt besteht, sehr gut und sehr vortheilhaft funktionirt, nämlich der Vorstand, das Aeltestenkollegium, bei uns die Handelskammer, sind unmittelbar der Börse vorgesetzt, sie sind die Aufsichtsbehörde, und über dieser steht die Regierung. Die Regierung hat somit eine Mitwirkung da, wo sie will, ohne eine direkte Einwirkung auszuüben, und das halte ich für ein sehr glückliches Verhältniß. Sowie die Regierung direkt eingreifen würde, wäre eine Mitwirkung vorhanden, und diese Mitwirkung würde meines Erachtens sehr mißverstanden werden.

Vorsitzender: Das ist verschieden von dem, was ich eben erwähnt habe. Ein Eingreifen der Regierung würde nicht weiter nöthig sein, wenn im Allgemeinen durch ein Börsengesetz bestimmte Gesichtspunkte festgelegt würden, wenn gesagt würde: bei der Zulassung von Papieren sind die und die Gesichtspunkte zu befolgen.

Sachv. **Goldschmidt:** Das hat meines Erachtens den Uebelstand, daß diese Gesichtspunkte einer fortwährenden Veränderung unterworfen sein werden; wenn Sie aber solche Bestimmungen durch Gesetz festsetzen, so ist man gebunden. Ich meine, es wäre für die Börse und für das Publikum viel besser, wenn die Regierung in der Lage wäre, in Verbindung mit dem Börsenvorstand Veränderungen einführen zu lassen, wo sie sich als erforderlich und praktisch erweisen, und das wird meines Erachtens viel besser zutreffen, wenn nicht bestimmte gesetzliche Bestimmungen in dieser Beziehung bestehen.

Vorsitzender: Die Haupterfordernisse des Prospektes beruhen eigentlich nur auf der Uebung der verschiedenen Börsen. Jederzeit könnte es der Berliner Börse und den anderen einfallen zu sagen: wir sehen ganz davon ab.

Sachv. **Goldschmidt:** Das scheint mir insofern nicht der Fall zu sein, als die Regierung sagen könnte: quod non. Ich glaube, daß auf administrativem Wege alles das, was hier nothwendig ist, erfüllt werden kann, daß das bisherige Aufsichtsrecht ausreicht.

Vorsitzender: Das bisherige Aufsichtsrecht des Staates, meinen Sie, würde hinreichen; dasselbe besteht aber nur in Preußen, abgesehen von einigen kleinen Staaten, in anderen wieder nicht.

Sachv. **Goldschmidt:** Dann würde es freilich ganz gut sein, daß diese Einrichtung auf die anderen Staaten auch übertragen wird.

Vorsitzender: Wie denken Sie über die in den Fragebogen enthaltenen verschiedenen Anregungen? Ueber Punkt a haben Sie sich schon ausgesprochen.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich meine in Uebereinstimmung mit den Herren, die sich in dieser Richtung schon ausgesprochen

haben, daß eine direkte Einwirkung des Staates zur Folge haben würde, daß das Publikum als unter einem Schutz befindlich sich betrachten, und daß die eigene Anschauung wesentlich beeinträchtigt werden würde. Ich glaube, daß das Publikum dazu erzogen werden soll, zu prüfen, es soll selbstständig gemacht werden, und das würde durch eine direkte staatliche Einwirkung untergraben werden. Ich erlaube mir, zu bemerken, daß seiner Zeit das Konzessionswesen für Aktiengesellschaften wesentlich aus dem Grunde aufgehoben worden ist, weil der Staat aufhören wollte, den Begriff herrschen zu lassen, daß in Verbindung mit der Konzession eine moralische Gewähr des Staates übernommen würde. Wenn es sich gegenwärtig um die Anleihe irgend eines auswärtigen Staates handelt, so ist bekannt, wie die Dinge heute liegen, man sucht Fühlung mit dem Auswärtigen Amt, kein Institut wird etwas übernehmen, sobald die Regierung abwinkt. Ist dem nicht so, so wird man sich offiziell an die Regierung zu wenden haben, und hierdurch könnte manche Unzukömmlichkeit entstehen.

Vorsitzender: Sie hatten das für zweckmäßiger, als wenn das Recht zu einem offiziellen Veto vorliegt?

Sachv. **Goldschmidt:** Das halte ich für zweckmäßiger, weil die Regierung doch maßgebend sein kann, was ich möchte, ohne irgend ein Präjudiz in dieser Beziehung zu schaffen.

Vorsitzender: In Frankreich kann der Finanzminister die Kotirung von fremden Werthen verbieten.

Sachv. **Goldschmidt:** Sind die Zustände in Frankreich besser, daß wir sie für nachahmungswürdig halten? Die Ausschreitungen sind in Frankreich zeitweilig ganz grenzenlos. Unser Publikum ist wenigstens doch so weit, erziehlich gesprochen, daß es der Exzesse, die in Paris möglich sind, nicht fähig ist.

Vorsitzender: Sie würden also dagegen sein.

Sachv. **Goldschmidt:** Zu a will ich mir noch zu erwähnen erlauben, es war bis zum Jahre 1875 die österreichische Regierung derartig über die Börse gestellt, daß die Börse den Charakter einer Kaiserlich Königlichen Institution trug, dieses Verhältniß hat man aufgehoben, und meines Erachtens nur um deswillen, weil die Regierung in Verbindung gebracht wurde, wenigstens zu sehr in Verbindung sich glaubte, mit den Zuständen, wie sie 1873 eingetreten sind. Das war das Hauptmotiv der Aufhebung, wie mir berichtet wurde. Es ist von jener Zeit noch der Kaiserlich Königliche Kommissarius verblieben, aber ich glaube, daß er mit der Zeit auch fallen wird. Ueber diesen Punkt werde ich mir erlauben, mich bei 17 zu äußern.

Vorsitzender: Dann können wir zu b übergehen, Mindestbetrag der einzelnen Stücke bei ausländischen Papieren.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich glaube nicht, daß diesem Punkte ein größeres Gewicht beizulegen ist. Man könnte allenfalls auf 500 Francs resp. 400 Mark gehen, das wäre dann die äußerste Grenze nach unten um deswillen, weil unsere Beziehungen zu Italien und Oesterreich das mit sich bringen würden. Wir haben eine Reihe von Papieren italienischen Ursprungs, deren Betrag in der Regel 500 Lire ist und österreichische Papiere von 200 Gulden, das würden künftig 400 Kronen sein; das würde auch mit zirka 500 Francs stimmen. Ich glaube wegen der Beziehungen zu diesen Staaten, beziehungsweise wegen der Verkehrsverhältnisse würde man weiter nicht gehen können. Wenn das eine Grenze sein soll, die seitens der Börsenvorstände auferlegt würde, so würde ich schließlich nichts dagegen zu erinnern haben, allein ich glaube, daß sie mehr oder minder indifferent ist.

Vorsitzender: Für besonders nützlich halten Sie dieselbe nicht? wie ist es bei Aktien?

Sachv. **Goldschmidt:** Das gilt auch für Aktien, ich wäre auch da für diese Grenze von 500 Francs und 200 Gulden; im Allgemeinen gilt das für Obligationen ebenso wie für Aktien.

Vorsitzender: Den deutschen Mindestbetrag für Aktien von 1000 Mark würden Sie nicht für maßgebend halten?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich sehe keinen besonderen Vortheil darin.

Vorsitzender: Man findet darin eine Begünstigung der ausländischen Aktien gegenüber den deutschen, eine Art von Aufforderung des Publikums, welches überhaupt Aktien erwerben will, ausländische zu nehmen.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich lege der Sache keinen großen Werth bei.

Vorsitzender: Sie würden es aber auch nicht für schädlich halten, wenn man diese Grenze anführte?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich würde keinen besonderen Vortheil und keinen besonderen Nachtheil darin sehen.

Vorsitzender: Nun folgt die Frage eines Mindestgrundkapitals der Aktien.

Sachv. **Goldschmidt:** Da wäre ich der Ansicht, daß das, was in Berlin und Frankfurt bereits besteht, erhalten werden soll, der Mindestbetrag von 1 Million Mark.

Vorsitzender: Gilt das ebenso für inländische, wie für ausländische Aktienunternehmungen?

Sachv. **Goldschmidt:** Einen tiefergehenden Betrag sehe ich nicht als erforderlich an, eine Million scheint mir gerade die richtige Grenze für unsere Verhältnisse. In Frankfurt hat man bisweilen von Seiten der Handelskammer für ganz lokale Dinge eine Ausnahme gemacht, aber wenn das schließlich wegfällt, ist es auch nicht schlimm. Die Aktienform wird ja in der That etwas zu viel angewendet.

Vorsitzender: Die Herren von den kleinen Plätzen haben die Befürchtung ausgesprochen, die strenge Durchführung dieser Forderung werde den Unternehmungsgeist zu sehr einschränken. Sie sind auch nicht für eine Erhöhung der einen Million; oder Sie halten auch eine Ausnahme für lokale Papiere nicht für erforderlich?

Sachv. **Goldschmidt:** Die Herren von den betreffenden Plätzen müssen die Verhältnisse besser kennen, als ich. Wenn sie aus lokalen Gründen es für nothwendig erachten, so möchte ich nichts dagegen einwenden. Ich glaube, daß das sehr gut sich machen läßt.

Vorsitzender: In Frankfurt ist der Uebelstand nicht zu Tage getreten, daß man künstlich ein Aktienkapital nur deshalb auf eine Million gebracht hat, um es zum Handel an der Börse zu bringen?

Sachv. **Goldschmidt:** Mir ist kein Fall bekannt.

Dr. **Jürgens:** Ich habe den Herrn Sachverständigen so verstanden, daß jetzt auch in Frankfurt, wenn es sich um lokale Papiere handelt, unter die Grenze gegangen wird.

Sachv. **Goldschmidt:** Ja, ausnahmsweise, aber wenn das wegfallen würde, so würde ich darin kein Unglück erblicken.

Vorsitzender: Sie würden es nicht gerade aufrecht erhalten wollen. Nun kommen wir zu d, ob die Verträge beizufügen sind.

Sachv. **Goldschmidt:** Das Wesentlichste der Verträge wird jetzt von dem Börsenvorstand erfordert. Ich glaube also, daß hier bereits Genüge gethan ist.

Vorsitzender: Würden Sie eine Offenlegung der Verträge befürworten?

Sachv. **Goldschmidt:** Die Verträge sind an sich beim Amtsgericht offen gelegt, es kann sie Jeder einsehen.

Vorsitzender: Das ist aber nicht ganz bequem für die Kaufleute, wenn sie erst auf das Gericht gehen müssen, welches räumlich vielleicht weit abliegt.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich sehe die Sache mehr vom praktischen Standpunkte aus an, die Verträge werden ebenso wenig beim Gericht, wie bei der Handelskammer gelesen werden.

Vorsitzender: Wenn sie aber auf der Börse liegen — es giebt allerhand Nebenräume auf der Börse —, wenn man sie dort dem Publikum zugängig machte, würde vielleicht von der Einsichtnahme mehr Gebrauch gemacht werden.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich bezweifle es, aber ich habe auch keinen Einwand dagegen. Ich glaube, das Gegenwärtige genügt aber, ich hätte keinen Einwand, daß es erweitert wird.

Vorsitzender: Wenn ein Prüfungsbericht erstattet ist, würden Sie dann bei Veröffentlichung des Prospektes selbst auch die Veröffentlichung des betreffenden Berichtes oder auch nur des wesentlichen Inhalts für nothwendig halten?

Sachv. **Goldschmidt:** Es geschieht durchweg.

Vorsitzender: Sie glauben, daß der jetzige Zustand schon ausreicht?

Sachv. **Goldschmidt:** Es ist mir keine Emission bekannt, wo es nicht geschehen wäre.

Vorsitzender: Aber der Prüfungsbericht selbst wird bis jetzt nicht veröffentlicht, er kann freilich mitunter etwas lang werden. Gerade in Bayern ist kürzlich die Sache von der Münchener Handelskammer erörtert worden.

Sachv. **Weidert:** Ich hatte vorhin schon erwähnt, daß ein ungünstiger Prüfungsbericht bei uns erstattet wurde, es wurden die Betheiligten vorgeladen und der Bericht ihnen vorgehalten, nichtsdestoweniger mußte die Handelsregistereintragung erfolgen. Da wandte sich die Handels- und Gewerbekammer an das Ministerium mit dem Ersuchen, die Gründungsberichte dem größeren Publikum mehr zugänglich zu machen. Das Ministerium schlug dieses Ersuchen ab mit dem Bemerken, es würden hierdurch den Gründungen Kosten auferlegt, die nicht gerechtfertigt erschienen. Das war der Grund, welchen vorzugsweise das Ministerium den Wünschen der Handels- und Gewerbekammer entgegenhielt. Wir hörten nach einiger Zeit, daß in Sachsen ganz genau dasselbe Verlangen gestellt worden sei, und daß das Ministerium dort einen anderen Standpunkt eingenommen hätte, als ihn das bayerische Ministerium eingenommen hat. Darauf wurden wir wiederholt vorstellig, aber ebenfalls ohne Erfolg. Wir sind der Meinung, daß die Kosten, welche eventuell den Gründungen erwachsen können, einer Bekanntgabe des Revisionsbefundes an weitere Kreise nicht hinderlich sein sollten.

Vorsitzender: Der letzte Münchener Handelskammerbericht erwähnt diesen Vorgang. Es scheint bei Ihnen faktisch das Bedürfniß hervorgetreten zu sein, diesen Sachen eine größere Oeffentlichkeit zu geben, als bisher.

Sachv. **Weidert:** Gewiß, das kann nach meinem Dafürhalten am Besten geschehen, wenn die Möglichkeit gegeben ist,

daß an irgend einer Stelle — wir hatten an das Handelsgericht gedacht, nicht an die Börse — von allen denjenigen, die sich dafür interessiren, Einsicht von dem Bericht genommen werden kann.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sind Ihnen die Fälle bekannt, wo über Aktien, bezüglich deren Zulassung zur Börse in Anspruch genommen worden ist, Revisionsberichte erstattet waren, die sich ungünstig über das Unternehmen ausgesprochen haben, und hat das Börsenkommissariat etwa in solchem Falle die Zulassung verweigert?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Das ist mir thatsächlich nicht bekannt, ich möchte aber beinahe der Meinung sein, daß das Börsenkommissariat sich das Recht beilegt, auch dann zuzulassen, wenn eben nur das Wesentliche des Revisionsberichtes, der in dem Börsenkommissariat vorgelegt wird, in einem Prospekt enthalten ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich meine nur, weil Sie früher gesagt haben, das Börsenkommissariat vindizire sich auch hier die Befugniß, offenbar verdächtige oder unsolide Dinge zurückzuweisen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich weiß einen Fall, wo zurückgewiesen worden ist. Da war die Sache so. Es handelte sich um eine Terraingründung, das Terrain hatte Jemand erworben und hatte gesagt, er hätte es in der Subhastation für den und den Preis gekauft, und nun erwies es sich, daß zwar dieses Faktum richtig war, allein er hatte bereits früher die sämmtlichen Hypotheken zu etwa 25 Prozent erworben und hatte nun in seine eigenen Hypotheken hineingeboten. Diese Sache war bei der Revision zu Tage getreten, und verlangte primo loco das Börsenkommissariat, das Faktum müsse in den Prospekt hineingeschrieben werden, da dieser Werth, zu dem der Mann erworben hat, zwar an und für sich richtig ist, aber die begleitenden Umstände dem Publikum erst den eigentlichen Schlüssel zur Werthschätzung lieferten. Der Betreffende erklärte sogar, dies hineinschreiben zu wollen, dennoch erklärte das Börsenkommissariat in der weiteren Verhandlung: wir lassen es überhaupt nicht zu. Es war diese Thatsache, wie ich glaube, aus dem Revisionsbericht zur Kenntniß gekommen; ganz genau weiß ich aber das faktisch nicht mehr.

Vorsitzender: Außerdem ergiebt sich, daß, wenn trotzdem die Zulassung erfolgt ist, das Publikum ein Interesse hat, den Bericht selbst lesen zu können.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte an den Herrn Sachverständigen folgende Frage richten. Die leitenden Gesichtspunkte der Berliner Börse verlangen einmal Einreichung des Revisionsberichtes, zweitens Aufnahme der wesentlichsten Thatsachen in dem Revisionsbericht. Demgegenüber wird hier die Frage gestellt: soll der gesammte Revisionsbericht im Prospekt abgedruckt werden? Nun kennen die Herren vielleicht aus eigener Erfahrung den Revisionsbericht mancher Aktiengesellschaft und wissen, daß derselbe unter Umständen ein Konvolut von 10 Bogen sein kann, manchmal noch mehr, wenn frühere Hypothekenverträge oder Grundstücksverträge dabei sind. Dies macht erhebliche Druckkosten, und da frage ich, können Sie sich denken, daß das Publikum, wenn es als Prospekt eine Broschüre von sechs oder acht Bogen bekommt, wirklich mit Nutzen die Details eines solchen Revisionsberichtes lesen wird, und nützt man dem Publikum eigentlich nicht mehr, wenn in dem Prospekt das Wesentliche aus dem Revisionsberichte in einigen kurzen Sätzen gesagt ist? Ich frage also, ob in diesem Falle für das Publikum weniger nicht viel mehr ist.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich bin der Ansicht des Herrn Interpellanten.

Vorsitzender: Es heißt hier unter den leitenden Gesichtspunkten in dem Abschnitt über Eisenbahnaktien: „Falls bei dem Gründungsakte des Unternehmens eine der Voraussetzungen des Artikels 209 b der Aktiengesetznovelle zutrifft, hat der Prospekt das Wesentliche der in Artikel 209 b und 209 g des gedachten Gesetzes bezeichneten Klarstellungen zu enthalten."

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube, bisher haben die Bedingungen die Bestimmung nicht enthalten, daß vom Revisionsberichte das Wesentliche aufgenommen würde, es fragt sich, ob es vielleicht als Neuerung zu empfehlen ist. Im Uebrigen haben die Aeltesten aus Magdeburg eine Petition an den Reichstag gerichtet, wonach das Wesentliche aus dem Revisionsberichte vom Handelsrichter eingetragen werden soll, weil gerade dort einige Fälle vorgekommen sind, in denen ungünstige Revisionsberichte einfach zu den Akten genommen worden sind, ohne zur Kenntniß zu kommen.

Vorsitzender: Daß gerade der Revisionsbericht eine gewisse Publikation verdient, ist wohl kein Zweifel.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Danach scheint es, als wenn der Revisionsbericht eine gewisse materielle Bedeutung bei Ihnen erlangt hätte. Ist es vielfach vorgekommen, daß ungünstige Revisionsberichte bei Ihnen ertheilt worden sind? Man hat den Eindruck, als ob die Revisoren sich auf äußerliche Dinge beschränkten, und wenn die Sache nicht sehr schön schiene, so drückten sie sich mit einigen Redensarten darum. Es scheint nach Ihrer Mittheilung, als ob es nicht so wäre.

Sachv. **Weidert:** Ich halte mich für verpflichtet, noch eine Bemerkung hierzu zu machen. Wir müssen doch wesentlich unterscheiden zwischen der Frage, ob der Revisionsbericht dem Handelsrichter oder der Börse zugänglich gemacht werden soll. Das eine geht dem anderen voraus. Wenn bei uns ein Revisionsbericht ungünstig lautet, und es ist thatsächlich vorgekommen, so wird der Registerrichter den Betheiligten deshalb Vorhalt machen. Nichtsdestoweniger muß die Eintragung erfolgen, und es wird bei der Bekanntgabe alsdann erklärt: die Herren N. N. von der Handels- und Gewerbekammer für Oberbayern, als Revisoren bestellt, waren hierbei als solche betheiligt, es werden bestimmte Personen genannt, aber was sie erklärt haben, das wird nicht gesagt, und das betrachten wir als einen Nachtheil. Nun kommt die Einführung an der Börse, und da ist es vorgekommen, daß die Einführung von Seiten des Handelsvereins als Börsenvorstand verweigert wurde. Andernfalls ist aber auch schon vorgekommen, daß trotz eines ungünstigen Revisionsberichtes die Notirung an der Börse genehmigt wurde.

Vorsitzender: Wir können wohl diesen Punkt verlassen und kommen zu e, ob die Zulassung von Aktien vom Verlaufe eines Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft abhängig gemacht werden soll.

Sachv. **Goldschmidt:** Mir scheint, daß das nicht vortheilhaft und auch nicht gerecht ist. Nimmt man einen sehr kurzen Zeitraum, so würde das, was damit bezweckt wird, nicht erreicht werden, es würde erreicht werden, wenn inzwischen eine Kundgebung über die Erträgnisse der Gesellschaft in die Oeffentlichkeit gedrungen wäre, also eine Bilanz. Dann würde der Zweck, der, wie ich glaube, damit verbunden wird, allenfalls erreicht werden. Darin läge aber meines Erachtens eine große Unbilligkeit für die die Aktien übernehmenden Firmen, denn sie würden in die Nothwendigkeit gedrängt, während eines Jahres in übermäßig spekulativer Weise auf Unternehmungen sitzen zu bleiben. Es wäre meines Erachtens keine gerechte Zumuthung, daß hier ein größerer Zeitraum genommen würde, und ein kleinerer würde absolut unwirksam sein.

Vorsitzender: Welchen Zeitraum würden Sie für möglich halten?

Sachv. **Goldschmidt:** Vier bis sechs Wochen.

Vorsitzender: Dann fürchten Sie aber, es würde praktisch nicht wirken?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich würde einen Zeitraum von vier bis sechs Wochen genügend erachten, er reicht für den Zweck, den ich mir denke, aus.

Vorsitzender: Wir wollen zu f übergehen, zu der schwierigen Frage der Verantwortlichkeit der Emittenten.

Sachv. **Goldschmidt:** Das ist eine vielbesprochene Frage, ich verstehe sie so, daß jede Firma, die emittirt, für ihren Prospekt verantwortlich in dem Sinne ist, daß sie die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns hat walten lassen, ob nun der Prospekt direkt unterschrieben ist oder auf Grund des Prospekts zur Subskription eingeladen wird.

Vorsitzender: Das ist nach Ihrer Ansicht gleichgiltig, Sie sehen keinen sachlichen Unterschied darin?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich sehe keinen Unterschied. Was die thatsächlichen Bemerkungen betrifft, so müssen sie mit dem übereinstimmen, was darin gesagt ist, ich glaube aber andererseits, wenn z. B. eine Berliner Firma ein russisches Anlehen macht und der russische Finanzminister die Daten giebt und die Daten weisen sich nach x Jahren nicht als richtig aus, daß das betreffende Institut dafür nicht verantwortlich gemacht werden kann, weil man dann nicht sagen kann, daß es nicht die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns hat walten lassen.

Vorsitzender: Sie wollen also Rücksicht auf die Größe des Staates nehmen?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich habe Rußland genommen, ich hätte ebenso gut einen anderen Staat nehmen können, z. B. Italien.

Vorsitzender: Sie meinen europäische Staaten. Würden Sie dasselbe Gewicht den Aeßerungen eines Finanzministers eines kleinen südamerikanischen Freistaates auch beilegen oder eines mittelamerikanischen Staates?

Sachv. **Goldschmidt:** Wenn das Budget von dem betreffenden Finanzminister zugestellt wäre, so hätte es derartig offiziellen Charakter, daß ich nicht sehe, wie das betreffende Institut darauf nicht basiren kann, respektive wenn sich später etwas als eine Unwahrheit herausstellt, wie das betreffende Institut die Sache weiter hätte untersuchen können. Man wird immer, wenn es sich um einen solchen Staat handelt, wissen, daß es Staaten von dritter, vierter oder fünfter Kategorie sind.

Vorsitzender: Bei Staatsobligationen, glauben Sie, daß das Emissionshaus sich immer auf die Angaben des betreffenden Finanzministers verlassen darf?

Sachv. **Goldschmidt:** Das nicht, das Institut muß eine Untersuchung vornehmen in jeder Beziehung, es muß die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns abwalten lassen. Der Begriff der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns wäre freilich festzustellen.

Vorsitzender: Bei auswärtigen Staaten meinen Sie, wenn Sie eine Auskunft der Behörde haben und diese mit dem Budget übereinstimmt, so genügt das. Nun giebt es aber eine Reihe anderer Emissionen von Gemeinden, Bodenkreditinstituten u. s. w. Sie würden doch die Verhältnisse der Gemeinde ꝛc. untersuchen müssen, soweit diese in dem Prospekt angeführt sind?

Sachv. **Goldschmidt:** Wenn es deutsche Gemeinden sind, so sind die Verhältnisse gegeben; wenn es eine auswärtige Gemeinde ist, so wird man untersuchen müssen.

Vorsitzender: Wir haben Bodenkreditvereine, die mit unter eine große Ausdehnung haben. Die Aktien des Russischen Bodenkreditvereins z. B. sind in Deutschland weit verbreitet. Wie weit würde sich da die Sorgfalt erstrecken?

Sachv. **Goldschmidt:** Auf die Ermittlung der thatsächlichen Verhältnisse. Die thatsächlichen Verhältnisse sind so anzugeben, daß das Publikum so viel weiß, als der Emittent.

Vorsitzender: Wenn der Emittent aber sehr wenig weiß, sich beispielsweise auf die brieflichen Angaben des auswärtigen Schuldners verlassen hat, das wäre doch zu wenig?

Sachv. **Goldschmidt:** Das wäre wahrscheinlich ungenügend.

Vorsitzender: Das würden Sie für ungenügend halten. Sie meinen, daß allgemeine Grundsätze schwer aufzustellen wären, die in jedem Falle zu beobachten wären.

Freiherr **von Huene:** Der Herr Sachverständige meint, bei dem Budget eines Staates auf die Ergebnisse, die angegeben sind, sich verlassen zu können. Ich meine, der betreffende Emittent wird es als Verpflichtung anzusehen haben, sich das Budget genau anzusehen, wenn z. B. die Einnahmen auf gewerblichen Unternehmungen des Staates, auf Eisenbahnen, Bergwerken u. s. w. basiren, so wird man weiter gehen müssen, man wird unter Umständen fragen müssen: ist das Bergwerk vorhanden — das kann man bei einem südamerikanischen Staate nicht immer wissen —, sind die Einnahmen, die angegeben sind, dauernde Einnahmen, Durchschnittseinnahmen u. s. w.? Das wird man eruiren müssen, erst dann wird man zugeben müssen, daß die Sorgfalt angewendet ist, die angewendet werden mußte, und daß Alles so weit als möglich festgestellt ist. Bei Steuern wird die Prüfung viel schwieriger sein, wenn der Staat seine Steuern veranschlagt hat, wird es sehr schwierig sein, festzustellen, ob die Steuern richtig veranlagt sind. Wenn es sich aber um ein Bergwerk handelt, dann wird es nöthig sein, sich genaue spezielle Informationen auszubitten und der Sache näher zu treten. Was würde der Herr Sachverständige seiner Ansicht nach hierbei unter der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns verstehen?

Sachv. **Goldschmidt:** Die genaue Untersuchung des betreffenden Objektes nach allen seinen Verhältnissen.

Vorsitzender: Und das würden Sie für Obligationen gesetzlich festzustellen, keine Bedenken haben? Wir haben etwas Aehnliches für Aktien, wir haben aber in den zuletzt gewählten Beispielen von Obligationen gesprochen, und da nehmen Sie die Verantwortlichkeit auch an?

Sachv. **Goldschmidt:** Mir scheint, daß das Bestehende in dieser Beziehung ausreicht.

Vorsitzender: Das ist sehr streitig. Wie weit eine Verantwortlichkeit in dieser Beziehung besteht, ist bei den Rechtslehrern und Gerichten sehr bestritten.

Sachv. **Goldschmidt:** Wie würde das erst später sein!

Vorsitzender: Wenn man den Begriff der ordentlichen Sorgfalt zu Grunde legte, so würde man manchen Anhalt in ähnlichen Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs oder des allgemeinen Zivilrechts finden, und es würde das immerhin etwas sein. Es giebt jetzt Rechtslehrer, welche meinen, es sei nur für bösliche Absicht zu haften, Andere wollen wieder bis zur Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns gehen. Ein sicherer Rechtszustand ist auch für das Publikum recht erwünscht. Würden Sie das nicht meinen?

Sachv. **Goldschmidt:** Ganz gewiß, die höchstmögliche Sicherheit ist wünschenswerth, aber man wird immerhin eine Grenze finden müssen.

Vorsitzender: Man muß auf der anderen Seite sich davor in Acht nehmen, die Emissionsthätigkeit zu stören, das würde dem Nationalwohlstand Schaden zufügen.

Sachv. **Goldschmidt:** Meine Ansicht ist, daß, wenn man in dieser Beziehung zu weit geht, man Deutschland von einer Reihe von Geschäften ausschließen würde, die wirthschaftlich als vortrefflich zu bezeichnen sind; das kann man ja.

Vorsitzender: Das wäre nicht erwünscht, aber würden Sie das befürchten, wenn gesetzlich ausgesprochen wird, daß mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns für die Richtigkeit des Prospekts zu haften ist?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich fürchte es nicht.

Vorsitzender: Dann würden Sie keinen Anstand haben, es gesetzlich zu fixiren.

Sachv. **Goldschmidt:** Verlangen müßte ich, daß präzisirt ist, was ist Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns?

Vorsitzender: Nach Ihren eigenen Ausführungen kann man das nicht.

Sachv. **Goldschmidt:** Das ist eben die Schwierigkeit.

Vorsitzender: Wir kommen zu g, wie ist es mit der Preisangabe in dem Prospekte?

Sachv. **Goldschmidt:** Nach meiner Ansicht liegen die Dinge in dieser Beziehung so, daß in vielen Fällen, in den weitaus meisten Fällen vielleicht der Preis bekannt wird. Wenn eine Staatsanleihe übernommen wird, auch bei Aktienunternehmen sehr häufig weiß man, was das betreffende Haus oder das betreffende Syndikat dafür bezahlt hat. Es in der Art festzustellen, daß es gesagt sein muß, scheint mir um des willen zu weit zu gehen, weil das auf anderen Gebieten des Handels ja auch nicht der Fall ist. Wenn Jemand heute zu einer Auktion schreitet — es ist schon einmal, glaube ich, das erwähnt worden —, so braucht er seinen Erstehungspreis nicht anzugeben, wenn ich heute in einen Laden gehe, so habe ich kein Recht, zu wissen, was die Waare dem Kaufmann kostet. Der Bankier ist auch ein Waarenhändler in seiner Art.

Vorsitzender: Das würden Sie also nicht für zweckmäßig halten?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich glaube, daß das als nicht billig zu erachten wäre, und daß, wie die Dinge heute liegen, beinahe Alles öffentlich bekannt wird.

Vorsitzender: Es war von anderer Seite angeführt worden, das Publikum würde nicht orientirt sein, weil die Aequivalente in Nebenvortheilen bestehen würden.

Sachv. **Goldschmidt:** Wenn man eine solche Bedingung auferlegte, so würde einfach platzgreifen, was nicht erwünscht ist, daß Zwischenbedingungen auftauchen.

Vorsitzender: Wir kommen zu h, ob es sich empfiehlt, den Prospektenzwang auszudehnen auf alle Konvertirungen und auf Kapitalserhöhungen.

Sachv. **Goldschmidt:** Da bin ich durchaus einverstanden, ich sehe keinen Grund, warum es nicht der Fall sein soll.

Vorsitzender: Sie würden den Zwang bei allen Konvertirungen verlangen?

Sachv. **Goldschmidt:** Es ist eine größere Sicherstellung für das Publikum, wenn die Daten nochmals gegeben werden; es ist freilich auch eine größere Ausgabe für die Häuser damit verbunden.

Vorsitzender: In i wird gefragt, ob eine längere Frist zwischen dem Aushang beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse soll liegen müssen.

Sachv. **Goldschmidt:** i wird sich mit k vereinigen lassen. Ich wäre der Ansicht, daß der Handel erst einzutreten hätte beim Schluß der Zeichnungen. Wenn er erst bei der Zutheilung eintreten würde, so würde gerade das Entgegengesetzte von dem bewirkt werden, was beabsichtigt ist: von Seiten des Emissionshauses könnte dies mißbraucht werden, denn das Emissionshaus hat das Heft in Händen, wenn ich mich so ausdrücken darf, die Zeichnungen sind vollendet, es kann die Zutheilung eine unbestimmte Anzahl von Tagen hinziehen. Ich würde es gegen das Interesse des Publikums halten, wenn man den offiziellen Kurs erst nach der Zutheilung eintreten ließe.

Vorsitzender: Das war k, aber erst kommt die Frage i.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich habe Beides vereinigt.

Vorsitzender: Es ist doch eine andere Frage. Es giebt Fälle, in denen ein Papier an die Börse gebracht wird, das vor langer Zeit gezeichnet ist, das sich inzwischen in den Kästen der Emissionsinstitute aufgehalten hat; nun wird es in den Verkehr gebracht, ohne daß eine Subskription stattfindet, trotzdem muß ein Prospekt veröffentlicht werden. Ich meine, ob da nicht dem Publikum eine Frist zur Prüfung und Erkundigung gelassen werden soll.

Sachv. **Goldschmidt:** Da wären entschieden sechs bis acht Tage das Richtige. Ich hatte Beides vereinigt und wollte für Beides sechs bis acht Tage sagen.

Vorsitzender: Welche Bedeutung soll die Frist bei k haben?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich meine, von der Veröffentlichung des Prospekts bis zum Schlusse der Zeichnungen sollen sechs bis acht Tage liegen.

Vorsitzender: Ich verstehe nicht recht. Die Frage geht dahin, ob der Handel vor der Zutheilung oder doch vor der Zeichnung verboten sein soll.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich meine, bis zum Schluß der Zeichnung soll er verboten sein.

Vorsitzender: Da kommt doch eine Frist nicht weiter in Betracht.

Sachv. **Goldschmidt:** Jawohl, sechs bis acht Tage. Der Prospekt wird in den Zeitungen veröffentlicht, es wird zur Zeichnung eingeladen, das Publikum soll sechs bis acht Tage Zeit haben für die Zeichnung, nach den sechs bis acht Tagen soll der Schluß der Zeichnung sein.

Vorsitzender: Sie wollen für die Dauer der Zeichnung eine Maximalfrist feststellen?

Sachv. **Goldschmidt:** Nein, ich bin mißverstanden. Zwischen der Veröffentlichung des Prospektes, der zur Zeichnung einladet, und dem Beginne des Handels wollte ich eine Zeit von sechs bis acht Tagen, nach welcher der Schluß der Zeichnung sein soll.

Vorsitzender: Wir wollen die Fragen lieber trennen und erst i erledigen; das ist die Frage, ob der Handel erst beginnen soll, wenn eine gewisse Frist von der Veröffentlichung

des Prospektes an verstrichen ist, der für die Zulassung erforderlich ist. Das halten Sie für nützlich, wenn ich Sie recht verstanden habe, und schlagen eine Frist von sechs bis acht Tagen vor?

Sachv. **Goldschmidt:** Wenn es sich um die Einführung handelt. Die Eröffnung des Geschäfts findet statt, es findet eine Subskription statt.

Vorsitzender: Sie kann stattgefunden haben, aber auch nicht, wenn es sich um ein längst eingeführtes Papier handelt. In beiden Fällen kann man eine solche Frist für nützlich halten.

Sachv. **Goldschmidt:** Von sechs bis acht Tagen.

Vorsitzender: Davon verschieden ist der Fall, in dem schon per Erscheinen gehandelt wird, abgesehen von dem Erforderniß der Zulassung.

Sachv. **Goldschmidt:** Das wären also sechs bis acht Tage, aber ich meine die Zeichnung.

Vorsitzender: Es ist eine Art von Zeitgeschäft, die eigenthümliche Form, daß erst geliefert werden soll, wenn das Papier an der Börse erscheint. Es ist die Frage, ob das ein ungesundes Geschäft ist, welches zur Irreleitung des Publikums führt und das verboten werden müßte.

Sachv. **Goldschmidt:** Bei uns in Frankfurt ist es schon so, bis zum Schluß der Zeichnung wird nicht gehandelt.

Vorsitzender: Nun könnte man den Handel in der Zeit zwischen Zeichnung und Zutheilung verbieten.

Sachv. **Goldschmidt:** Das halte ich eben für einen Nachtheil, wenn man dies unterdrücken wollte. Sobald die Zeichnung geschlossen ist, kann man wissen, wie die Dinge liegen. Ich meine, es liegt im Interesse des Publikums, daß nach Schluß der Zeichnung der Handel beginnen kann.

Vorsitzender: Ist das bei Ihnen in Frankfurt thatsächlich so?

Sachv. **Goldschmidt:** Ja, das ist längst so.

Sachv. **Gust. Maier** (Frankfurt a. M.): Wenigstens offiziell, offiziös findet eine Notiz statt.

Sachv. **von Pflaum:** Eine amtliche Notirung findet nicht statt, aber unter dem Kurszettel findet eine Notiz über die Umsätze statt, welche während der Börsenzeit gemacht sind.

Vorsitzender: Man könnte, da man die vereideten Makler an der Hand hat, diesen Privathandel und diese Privatnotiz auch verbieten, man könnte den beeideten Maklern verbieten, sich zu betheiligen.

Sachv. **von Pflaum:** Aber es scheint, die Praxis hat es für nothwendig erachtet.

Vorsitzender: Hier ist es auch so. Eine offizielle Notiz findet nicht statt per Erscheinen, es ist eben nur eine Privatnotiz. Sie meinen, man müßte das in der Zeit zwischen Zeichnung und Zutheilung gestatten?

Sachv. **Goldschmidt:** Entschieden.

Vorsitzender: Ich würde jetzt Herrn Maier bitten, sich über die gesammte Zulassungsfrage zu äußern.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich darf mir wohl erlauben, einige allgemeine Bemerkungen vorauszuschicken, die vielleicht nothwendig sind, um meinen Standpunkt zum Verständniß zu bringen. Ich bin entschieden aus den verschiedenen hier angeführten

Gründen, die ich nicht zu wiederholen brauche, gegen eine staatliche Organisation der Börse, ich glaube nicht, daß solches für das Publikum und für die wirthschaftliche Wohlfahrt im Allgemeinen günstig wäre, auch für die politischen Verhältnisse nicht; allein ich bin wohl der Meinung, daß eine bestimmte korporative Organisation der Börse, und zwar in einer vielleicht etwas präziseren und nicht so vielfach verschiedenen Form angebahnt werden könnte, wie sie heute bereits an verschiedenen Plätzen verschieden besteht, eine korporative Organisation, die auf dem Prinzip der absoluten Selbstverwaltung beruht, aber allerdings gemäß den heute schon in Preußen bestehenden Verhältnissen in gewisser Beziehung einer staatlichen Kontrole und Ueberwachung unterliegt. Eine derartige Korporation könnte sich ja vollständig selbst verwalten. Ich bin allerdings, worüber ich Gelegenheit haben werde, bei einer künftigen Frage mich auszusprechen, der Ansicht, daß die gegenwärtige Ueberwachung durch die Handelskammern beziehungsweise die Leitung durch die Handelskammern und die Stellung der Handelskammern zu den Börsen vielfach einer Verbesserung fähig sind, daß der Schwerpunkt also meines Erachtens auf einer gewissen korporativen Organisation der Börse unter Staatsaufsicht liegen soll. Sobald die Staatsaufsicht besteht, könnten im Wesentlichen ohne Veränderung der Gesetzgebung Normativbestimmungen aufgestellt werden, die allerdings, um die freie Bewegung nicht zu stören und Deutschlands Wirthschaft gegen das Ausland nicht zurückzustellen, ziemlich dehnbar gemacht werden müßten, d. h. so, daß sie sich nur auf gewisse prinzipielle Forderungen zu erstrecken hätten. An diese Normativbestimmungen könnten ja durch staatliche Verordnung die Börsenkorporationen gebunden werden, da dieselben gewissermaßen betrachtet werden könnten als eine Bedingung ihrer Existenz, als eine Art Konzessionsbedingung. Von diesem Gesichtspunkte aus mußte ich mich selbstredend zu Punkt a gegen eine direkte Mitwirkung staatlicher Behörden aussprechen. Bezüglich des Punktes b bin ich der Ansicht, daß die Zulassung ausländischer Papiere von einem Mindestbetrag der einzelnen Stücke abhängig zu machen, kaum nothwendig erscheint. Ich glaube nämlich, daß in allen denjenigen Fällen, in denen es sich um eine direkte Ausbeutung des deutschen Marktes vom Auslande her handelt, sehr leicht dieser Bestimmung einfach entsprochen werden würde, d. h. ich glaube, wenn wir z. B. festsetzten, auch ausländische Aktien können nur im Werthe von 1000 Mark gehandelt werden, und ein ausländisches Emissionsinstitut oder eine Gruppe für eine Emission auf den deutschen Markt spekulirte, so würde man sich einfach dieser Forderung anbequemen; während umgekehrt solche Papiere, die gewissermaßen Weltpapiere sind, die also nach Deutschland nichts zu fragen haben, die nicht allein auf den deutschen Markt reagiren, dem keine Rechnung tragen würden: der deutsche Markt würde in Folge dessen davon ausgeschlossen sein. Das könnte in einzelnen Fällen ein Nachtheil sein. Mit anderen Worten, ich glaube, die schlechten Papiere des Auslandes, auf dessen Gesetzgebung wir nicht einwirken können, würden sich einem solchen Drucke des deutschen Marktes, sobald sie auf denselben reflektirten, unterwerfen, die guten aber nicht, und wir würden dabei wenig gewinnen. Ferner erlaube ich mir darauf hinzuweisen, daß zu der meines Erachtens gefährlichsten Eigenschaft der Börse, nämlich zur Einwirkung auf die Spielsucht des Publikums, die Börse direkt nicht einmal so viel beiträgt, als ein gewisses Zwischending, das sich an allen Börsen eingebürgert hat, das sind die sogenannten Remisiers, die den Handel solcher Aktien im Ausland vermitteln. Ich möchte darauf aufmerksam machen, daß gerade die gefährlichsten Spielpapiere selten bei uns eingeführt sind. Wir haben ein lebendiges Beispiel an den Londoner Goldaktien, die meist auf 1 Pfund Sterling nominal lauten, diese sind in Deutschland nicht eingeführt worden — sie wurden durch kein derartiges Verbot ausgeschlossen, sie sind auch so nicht eingeführt worden —, trotzdem sind Millionen darin umgesetzt, verdient und verloren

worden, einfach, indem an der Londoner Börse von Deutschland aus diese Aktien gehandelt wurden. Es ist eine große Frage, ob man durch eine solche Bestimmung nicht gerade diesem Handel an auswärtigen Börsen nützen würde. Ich glaube, man würde wirthschaftlich nichts mit einem solchen Verbot erreichen, das ich vielleicht einzig für gerechtfertigt hielte bezüglich der Aktien solcher Gesellschaften, die — ganz oder theilweise auf Grund deutscher Objekte — zu dem absichtlichen Zwecke, die deutsche Gesetzgebung zu umgehen und mit Rücksicht auf den deutschen Markt im Auslande gegründet werden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige ist von a sogleich auf b gekommen, ich habe zu a noch eine Frage. Es wird unter a die Frage gestellt: Soll eine Mitwirkung staatlicher Behörden bei der Zulassung von Papieren zur Börsennotirung beziehungsweise zum Börsenhandel eintreten? Darauf haben Sie gesagt, Sie wünschten überhaupt keine staatliche Organisation der Börse, und dann haben Sie sich etwas dehnbarer Ausdrücke bedient über die Bedingungen, unter denen Sie eine gewisse Staatsaufsicht gestatten würden, wenn das wäre, dann, glaubten Sie, würde auch den Wünschen genügt werden, die etwa hier in dieser Frage liegen. So habe ich Sie wenigstens verstanden, ich möchte aber doch, verzeihen Sie, von Ihnen etwas Genaueres erfahren, ob Sie es für gut und praktisch und wünschenswerth halten, daß ein direkt vom Staate beauftragter Beamter bei der Frage amtlich mitwirke, ob Papiere zur Notirung und zum Handel an der Börse zuzulassen sind.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich kann diese Frage einfach mit Nein beantworten. Ich habe meinen prinzipiellen Standpunkt dahin geltend gemacht, daß ich die Börse als Korporation mit einer Staatsaufsicht wünsche, die aber in die direkte Geschäftsführung, wenn ich mich so ausdrücken darf, nicht hineinzugreifen hat, sondern nur dafür zu sorgen hat, wie es auch heute schon bezüglich der staatlichen Ueberwachung der Fall ist, daß eine Behörde da ist, die etwaige Beschwerden prüft, eine Behörde, welche etwaige Ungehörigkeiten rügt, die sich aber direkt in die Verwaltung der Korporation, hier der Börse, nicht einmischt.

Vorsitzender: Sie hielten es für nothwendig, gewisse Normativbestimmungen von Staatswegen festzusetzen?

Sachv. **Gust. Maier:** Gewisse Normativbestimmungen hinsichtlich der prinzipiellen Gesichtspunkte.

Vorsitzender: Hinsichtlich der Zulassung? Diese Normativbestimmungen, meinen Sie, könnten von Staatswegen kraft der Aufsicht festgesetzt werden?

Sachv. **Gust. Maier:** Das würde ich für zulässig halten. Ich denke nicht an einen Staatskommissar, sondern an eine Ueberwachung, an eine Beschwerdeinstanz, wie die Königliche Regierung in Wiesbaden die obere Instanz über die Frankfurter Börse beziehungsweise die Handelskammer ist; es wäre möglich, ohne der Regierung in Wiesbaden zu nahe treten zu wollen, daß ein etwas mehr fachmännisch unterrichtetes Kollegium damit betraut würde. Immerhin glaube ich, daß die Aufstellung solcher Normativbestimmungen, bezüglich deren mein Herr Kollege sich mehrfach geäußert hat, durchaus keine direkte staatliche Einwirkung involvirt.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich möchte mir zu sagen erlauben, daß das eigentlich die Frage 15 betrifft.

Vorsitzender: Sie waren schon bei b, Herr Maier.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich wollte dazu noch ein Beispiel geben, um meine Anschauung zu belegen. Eine der fatalsten Emissionen für unser deutsches Publikum in den letzten Jahren war die italienische Emission der Veloce Dampfschifffahrts-Aktien.

Diese waren für Deutschland bestimmt, die Aktien sind auf 500 Lire gestellt worden. Ich bin ganz fest überzeugt, wenn eine Bestimmung in Deutschland bestanden hätte, die den Mindestbetrag auf 1000 Mark stellte, so würde man diese Aktien auf 1250 Lire bestimmt haben, denn sie waren eigentlich für den deutschen Markt ausschließlich berechnet; wir würden mit einer solchen Bestimmung also nichts erreicht haben.

Vorsitzender: Wir kommen nun zu der Frage des Mindestbetrages des Grundkapitals, Frage c.

Sachv. **Gust. Maier:** Bezüglich des Mindestbetrages des Grundkapitals bin ich auch der Ansicht, daß der seitherige Betrag von 1 Million ausreichend erscheint, daß es aber auch nicht praktisch sein würde, ihn, wie vielfach vorgeschlagen worden ist, auf 3 Millionen zu erhöhen, und zwar aus dem Grunde nicht, weil dies vielfach herbeiführen könnte, daß durch Fusion von verschiedenen Unternehmungen, durch eine ungesunde Fusion gleichartiger industrieller Unternehmungen Aktiengesellschaften von 3 Millionen gebildet würden, die wirthschaftlich nicht nützlich wirken würden. Ich glaube, der seitherige Betrag von 1 Million hat sich für die deutschen Verhältnisse so ziemlich bewährt, und man könnte meines Erachtens recht wohl bei ihm stehen bleiben. Dagegen bin ich der Ansicht, daß speziell für gewisse lokale Unternehmungen, von denen Herr Geheimrath Pflaum gesprochen hat, besonders an den lokalen Börsen eine Ausnahme gemacht werden konnte und gemacht werden müßte, besonders dann, wenn sie in gewissem Sinne gemeinnütziger Natur sind, wenn sie also nicht Gründungen κατ᾽ ἐξοχήν darstellen, sondern wenn, was heute schon einmal angeführt worden ist, sie sich dadurch unterscheiden, daß sie eben einen gemeinnützigen Zweck, daß sie ein allgemeines Interesse haben, wenn sie nicht nur die Interessen des Gründers bezwecken, sondern gewisse allgemeine Interessen, Verkehrsmittel u. s. w. betreffen. Es ist sehr leicht möglich, daß in einer kleinen oder mittleren Stadt ein Aktienunternehmen mit einem Kapitale von 500 000 Mark sich bildet, nicht etwa, damit ein Bankier Geld dabei verdient, sondern um den Wohlstand und die Verkehrsverhältnisse der Stadt oder des Bezirkes zu heben; wenn ein solches Unternehmen an der betreffenden lokalen Börse gehandelt werden kann, so halte ich das für wirthschaftlich nützlicher, als wenn die Aktien einer zum Zweck eines speziellen Geschäfts von einem Bankier gegründeten Aktiengesellschaft von 1 Million gehandelt würden. Ich würde also der Ansicht sein, daß die Aktien einer derartigen Gesellschaft wohl an einer Lokalbörse gehandelt werden könnten und sollten, aber an eine größere Börse beziehungsweise zur Notiz an einer größeren Börse nicht eher kommen sollten, als bis sie an der lokalen Börse eingeführt sind. Es würde ganz entschieden ein Uebelstand sein, wenn ein Stuttgarter Unternehmen seine Aktien in Frankfurt oder in Berlin auflegte, weil dann die Kontrole für das Kriterium eben jener Gemeinnützigkeit fehlen würde, die ich dabei in den Vordergrund stelle, während man in Stuttgart selbst recht wohl beurtheilen kann, ob dieses Unternehmen mit 500 000 Mark im allgemeinen Interesse gelegen ist.

Vorsitzender: Wir hatten die Analogie des Artikels 207 a des Aktiengesetzes, daß für Unternehmen im Falle besonderer örtlicher Bedürfnisse der Bundesrath die Ausgabe von Aktien, welche auf den Namen lauten, zu einem geringeren, zum Mindestbetrage von 200 Mark gestatten kann. Nun fragt sich, worauf müßte man das beschränken, müßten die Unternehmen an dem Sitze der Börse ihren Sitz haben, oder würde es genügen, wenn sie in demselben Bundesstaat oder in derselben Provinz eines größeren Staates beständen?

Sachv. **Gust. Maier:** In der nächsten Nähe der betreffenden Börse, so daß gewissermaßen gesagt werden könnte, das Unternehmen gehöre zum Bezirk dieser Börse.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Empfindet der Herr Sachverständige nicht die große Schwierigkeit, den Begriff der Gemeinnützigkeit, den er ja herausschälen will, zu ziehen und die Behörde zu finden, die diesen Begriff der Gemeinnützigkeit konstatiren soll? In dem Falle des Aktiengesetzes ist es die höchste Reichsbehörde, der ganz ausnahmsweise die Befugniß beigelegt wird, diese würde ich in diesem Falle kaum in Requisition setzen wollen. Es giebt eine große Menge von Unternehmungen, die ganz sicher gemeinnützig sind, obgleich sie außerdem Gegenstand einer starken Spekulation an der Börse sind. Diese beiden Begriffe sind nicht nothwendig untereinander Gegensätze, sie können sich ganz gut mit einander vertragen. Mir sind Fälle bekannt, in denen Unternehmungen, die ursprünglich, wie aus den Gründungsakten zu konstatiren ist, als gemeinnützige in die Welt gesetzt worden, später Erwerbsunternehmungen im eigentlichen Sinne geworden sind, allerdings nicht wesentlich Objekte des großen Börsenhandels, aber schließlich doch auch des Börsenhandels, so daß ich meine, ich möchte dem Gedankengange des Herrn Sachverständigen nachgehen, aber ihn ersuchen, eine nähere Handhabe noch zu geben, die es möglich macht, eine derartige Anschauung auch praktisch zu verwerthen.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich habe darauf Folgendes zu erwidern. Ich habe von meinem Standpunkte der Gemeinnützigkeit aus gar nichts dagegen einzuwenden, wenn diese Objekte dann auch spekulativ werden, ja ich glaube geradezu, daß es in gewissem Sinne den höchsten Charakter der Gemeinnützigkeit dokumentirt, wenn eben dann ein solches Unternehmen so ertragreich wird, um einer gewissen Spekulation als Unterlage zu dienen. Ich gebe zu, daß das Eine das Andere nicht ausschließt. Was die Kriterien anbelangt, so muß ich mich in dieser Beziehung allgemein ausdrücken und vielleicht etwas vorwegnehmen, was ich erst bei einem späteren Punkte sagen wollte. Ich bin der Ansicht, daß im ganzen Börsenverkehr eine sehr große Reihe von Fragen vorkommt, die durch die Gesetzgebung nicht entschieden werden können, sondern die nach dem subjektiven fachmännischen Empfinden, wenn ich mich so ausdrücken darf, entschieden werden müssen, so daß ich glaube, man wird am besten um eine Reihe von schwierigen Fragen und speziell auch um diese Frage herumkommen, wenn man ein Organ schafft, das die Grundlagen der Beantwortung derartiger Fragen abzugeben hat. In dieser Beziehung schwebt mir eine Analogie in dem Gesetze vom 11. Juni 1870 über das Urheberrecht an Schriftwerken vor. In diesem Gesetze ist unter gewissen Voraussetzungen, wie den Herren wohl bekannt ist, vorgesehen die Errichtung von sogenannten Sachverständigenvereinen innerhalb des Buchhändler- und Verlegergewerbes. Diese Sachverständigenvereine, deren Vorsitzender nach der seitherigen Praxis meistens ein staatlicher Beamter ist, jedoch nicht in seiner Funktion als staatlicher Beamter, dienen als Schiedsgerichte und gleichzeitig zur Abgabe von Gutachten, die in Prozeßfragen für die Gerichte mehr oder weniger maßgebend sind. Ich denke mir also an jeder einzelnen Börse einen derartigen Sachverständigenverein, und ich bin fest überzeugt, daß eine derartige Vereinigung von sechs oder sieben oder neun — die Zahl würde nicht in Betracht kommen — sachverständigen und achtbaren Männern, etwa gewählt oder auf Vorschlag hin vom Staate berufen, wohl in der Lage sein würde, in jedem einzelnen Falle über solche Fragen zu entscheiden, beziehungsweise die Grundlage ihrer Beurtheilung zu geben.

Vorsitzender: Neben den Börsenorganen?

Sachv. **Gust. Maier:** Dieser Sachverständigenverein würde nach meiner Auffassung das Zentrum der Börse bedeuten, er würde eigentlich das entscheidende und wahrscheinlich im Laufe der Zeit wenigstens moralisch das wichtigste Organ

werden, denn er würde die maßgebenden Gesichtspunkte aufstellen.

Vorsitzender: Wir haben hier etwas Aehnliches, aber nur anders organisirt, die Sachverständigenkommission, die theils aus Mitgliedern des Börsenkommissariates, theils aus der Zahl der anderen Börsenbesucher hervorgeht. Sie wollen einen Staatsbeamten an die Spitze stellen?

Sachv. **Gust. Maier:** Ich will es in ganz ähnlicher Weise, wie in dem Gesetze vom 11. Juni 1870 machen. Dieses schreibt, glaube ich, nicht vor, daß ein Staatsbeamter gegenwärtig ist, trotzdem ist aber fast in jedem Sachverständigenverein ein richterlicher Beamter Mitglied, aber nicht in seiner Funktion als richterlicher Beamter. Ich finde es ganz vernünftig, daß ein Jurist in einem solchen Kollegium sitzt, der in der Lage ist, den Laien in Rechtsfragen Auskunft zu geben.

Vorsitzender: Dann würden wir wohl mit der Frage 1 vollkommen fertig sein und auf den Terminhandel eingehen können, eine Frage, die freilich nicht minder umfassend ist.

Sachv. **Gust. Maier:** Herr Präsident, ich habe noch einiges zu dem ersten Punkte zu bemerken, zu i und k und werde mich so kurz wie möglich fassen. Wir waren bei c, Grundkapital. Zu d bin ich ganz entschieden der Ansicht, daß die Beifügung der betreffenden Verträge, die in Artikel 210 bestimmt ist, richtig erscheint, und halte die Anschauung des Herrn Kommerzienraths Weidert, daß die Niederlegung dieser Verträge an irgend einer Stelle genügend erscheine, nicht für zutreffend. Nach meinen Erfahrungen kümmert sich das Publikum um eine derartige Niederlegung überhaupt nicht, es ist eine große Seltenheit, daß wirklich Leute aus dem Publikum sich irgend wohin begeben, um einen Vertrag einzusehen. Dagegen bin ich allerdings mit Herrn Geheimrath Frentzel vollständig dahin einverstanden, daß es nicht nothwendig sein würde, ein ganzes derartiges Konvolut zu veröffentlichen, daß aber wohl die betreffende Behörde, also die Leitung der betreffenden Börse, vielleicht in Verbindung mit den Emittenten, die Pflicht hätte, die wesentlichen Beitandtheile, die wichtigsten Gesichtspunkte dieser Verträge 2c. herauszuziehen und dafür zu sorgen, daß sie im Prospekt zur Kenntniß gelangen.

Vorsitzender: Wie denken Sie hinsichtlich des Prüfungsberichtes?

Sachv. **Gust. Maier:** Ich meine, daß alle diejenigen Thatsachen, wirklichen Thatsachen aus dem Prüfungsbericht, die zur richtigen Beurtheilung der Gesellschaft nothwendig erscheinen, im Prospekt angeführt werden sollten, wenn auch nur im Auszug.

Vorsitzender: e stellt die Frage, ob die Zulassung von Aktien vom Verlaufe eines gewissen Zeitraumes seit Eintragung der Gesellschaft abhängig gemacht werden soll.

Sachv. **Gust. Maier:** Das halte ich für sehr schwer. Es würde ja gewiß sehr wünschenswerth sein, eine Aktiengesellschaft erst ein oder zwei Jahre ihre Dividende vertheilen zu sehen, es schützt aber absolut noch nicht, wie wir aus der Praxis gesehen haben. Es würde jedenfalls ein Monopol für sehr große und reiche Häuser sein, die ihr Kapital ein bis zwei Jahre festlegen könnten; vielleicht indessen würden selbst diese es auch nicht thun, weil das Risiko der Veränderung der Marktlage und politischen Verhältnisse zu groß wäre. Ich glaube, es würde eine wirthschaftliche Schädigung unseres deutschen Geschäftslebens bedeuten, eine solche Bestimmung einzuführen.

Vorsitzender: Wir kommen zur Verantwortlichkeit.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich bin der Ansicht, daß wenigstens nach unserem deutschen Gebrauch in dem Hinausgeben eines Prospektes beziehungsweise in der Emittirung eines Papiers oder in seiner Einführung an der Börse etwas, ich will um Worte nicht streiten, von Empfehlung, eine Art Empfehlung liegt. Das geht am besten daraus hervor, wenn wir uns vergegenwärtigen, wie sofort ein Aktienunternehmen ganz anders beurtheilt wird, wenn unter dem Prospekt Rothschild oder Diskontogesellschaft steht, als eine kleine obskure Firma. Das Publikum sieht darin einen gewissen Werth, es liegt auch in der That eine gewisse Gewähr darin, denn es wird angenommen, daß die betreffenden Firmen die Objekte vorher erworben haben, und man setzt bei soliden ersten Firmen voraus, daß sie für sich selbst nur Objekte erwerben, von deren relativer Bonität sie überzeugt sind. Ich glaube, daß immerhin eine gewisse Empfehlung, ohne um das Wort zu streiten, darin liegt, und ich bin der Ansicht, daß die Verantwortlichkeit der Ankündigung auf Dolus zu beschränken, nicht weit genug geht, daß die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns gefordert werden muß, und ich bin wiederum der Ansicht, daß die Frage, ob diese Sorgfalt beobachtet ist oder nicht, der Beurtheilung eines Sachverständigenvereins zu unterliegen hätte. Lediglich eine aus der Mitte der Börse zusammengesetzte Behörde wird die Instanz sein, welche wirklich in der Lage ist, objektiv zu prüfen, ob die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns angewendet worden ist oder nicht, und es würde sehr leicht möglich sein, falls zu einem solchen Kollegium ein Mitglied des betreffenden Emissionshauses selbst gehörte, zu bestimmen, daß dieses dann nicht mitwirke.

Vorsitzender: Würden Sie den Rechtsweg für eine solche Entscheidung ausschließen?

Sachv. **Gust. Maier:** Ich habe die Anschauung, daß das betreffende Kollegium ebenso wie in dem Gesetze über die schriftstellerischen Fachvereine in erster Linie ein Schiedsgericht sein sollte, in zweiter Linie eine gutachtliche Behörde für gerichtliche Fälle.

Vorsitzender: Darin würden Sie eine genügende Garantie für das Publikum erblicken?

Sachv. **Gust. Maier:** Ich würde darin einerseits eine Garantie für das Publikum erblicken und andererseits eine Garantie für die Börse, daß nicht in Fällen, die sehr schwer selbst vom juristischen Standpunkte aus zu beurtheilen sind, die gewisse Kenntnisse von Personen und Usanceverhältnissen voraussetzen, einseitige Urtheile gefällt werden. Der Richter ist ja immer souverän bei seinem Urtheil, aber er urtheilt dann auf Grund sachverständiger Gutachten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige hat vorhin, indem er von der Anwendung des Gesetzes vom 11. Juni 1870 sprach und die dort eingesetzte schiedsrichterliche Behorde mit entsprechenden Abänderungen auf diesen Fall anwenden wollte, hinzugefügt, er glaube, daß diese Behörde im praktischen Verlaufe für die Zulassung die maßgebende werden würde. So glaube ich, ihn wenigstens verstanden zu haben. Wenn er jetzt die Beurtheilung, ob im einzelnen Falle die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns angewendet ist, diesem so gestalteten Schiedsgericht übergeben will, das, wie ich annehme, den Spruch des ordentlichen Richters in Bezug auf diese Frage ausschließen soll, dann würde die Frage faktisch so kommen, daß diese Behörde gleich bei der Emission auch mit zu beurtheilen hätte, ob diese Sorgfalt angewendet worden ist, daß, wenn sie dieses Urtheil fällt, dann die Zulassung erfolgt und, wenn auf diese Weise die Zulassung erfolgt ist, ex post nicht etwa wegen angeblich behaupteter Nichtanwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns geklagt werden kann. Ich möchte die Bitte an

den Herrn Sachverständigen richten, daß er sich die Sache vorstellt, dann natürlich würde das in vielen Beziehungen eine große Erleichterung sein. Diese Behörde würde im Interesse des allgemeinen Publikums prophylaktisch wirken, nachher würde dann aber auch weiter nichts zu sagen sein, da hin und wieder doch die Meinung besteht, daß man drei Jahre später, wenn verschiedene Ereignisse inzwischen eingetreten sind, viel leichter behaupten kann: ja das hättet ihr vor drei Jahren auch schon wissen müssen. Es wird also insofern das Gericht der Zeit nach seine Beurtheilung für denselben Augenblick eintreten lassen müssen, wie der Emittent, damit es in diesem Punkte naturgemäß auf der gleichen Basis des Urtheils steht.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich bin allerdings in dieser Beziehung — ich habe mich vorhin vielleicht nicht ganz klar ausgedrückt — nicht der Ansicht, daß diese Behörde, welche ich im Auge habe, also der Sachverständigenverein, gewissermaßen absolut auf der einen Seite das maßgebende Organ sei bei der Zulassung von Papieren, und dann später wieder die schiedsrichterliche Instanz im Falle von Streitigkeiten. Es würde unter Umständen das eine das andere ausschließen. Aber wohl würde auch bezüglich der Zulassung diese Instanz dann in Kraft zu treten haben, wenn z. B. beim Emissionsgeschäft irgend welche Zweifel entstanden sind, wenn also ein Emittent, ein Emissionshaus, einen Prospekt eingereicht hat und die betreffende Börsenleitung, welche die Sache nicht direkt in die Hände eines solchen schiedsrichterlichen Verfahrens legen kann, dagegen Einwendung erhebt. Wenn sich dann also hier die Gegensätze nicht ausgleichen lassen, so würde vielleicht auch hier eine solche Instanz das entscheidende Wort sprechen und sagen können: aus dem oder dem Grunde ist ein Papier nicht zuzulassen oder ist ein Einspruch unberechtigt. Aber, daß sie in der Regel gleichzeitig zu befinden hätte über die Zulassung und nachher wieder als Schiedsgericht zu entscheiden haben würde, das scheint mir allerdings nicht gut möglich.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte an den Herrn Sachverständigen eine Frage richten. Ich habe den Herrn Sachverständigen so verstanden, daß er sagt, er wünscht unter Anderem die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns angewendet zu sehen. Da ihm aber schwierig erscheint, in die Hände des ordentlichen juristischen Richters allein die Beurtheilung dieses Falls zu legen, so wünscht er eine Instanz geschaffen zu sehen, die ihm also urtheilsfähiger erscheint, und besser geeignet wäre, ein Urtheil zu finden, und diese findet er eben in diesem Verein. Nun ist mir die Sache auch jetzt noch nicht ganz klar. Auch nach der letzten Ausführung wäre es ja möglich, daß ein Emittent die Sache so handhabt, daß bei der Einführung dieser schiedsgerichtliche Verein zu einem Spruch genöthigt wird. Er führt irgend einen Konflikt herbei, welcher diesen Verein zu dem Spruch nöthigt, ob hierbei die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes genügend gewahrt ist, und ist dieselbe in dem Prospekt genügend gewahrt, dann würde effektiv der Fall so liegen, daß in Bezug auf den betreffenden Prospekt a priori durch die betreffende Spruchbehörde bereits ein Gutachten erstattet ist: „Ja hier ist die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns angewendet". Folglich würde meines Erachtens sich die Konsequenz ergeben, daß nun in Zukunft niemals mehr Jemand mit der Behauptung auftreten könnte, es sei diese Sorgfalt nicht angewendet.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich halte den Einspruch für ganz berechtigt, erlaube mir übrigens darauf aufmerksam zu machen, daß im Falle eines solchen Kompetenzkonflikts der Behörde selbst immerhin die Möglichkeit gegeben wäre, einen solchen Fall durch irgend ein anderes, etwa ein benachbartes Kollegium entscheiden zu lassen, wo das am Orte befindliche bereits präjudizirt ist.

Vorsitzender: Die Organisation bedarf ja natürlich noch weiterer Entwicklung.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Dann ist bei diesem Punkte auch immer gefragt worden: welche Rechtsverbindlichkeiten soll derjenige, welcher den Prospekt unterzeichnet, oder welcher als Emittent auftritt, dem Publikum gegenüber übernehmen, welches die Papiere kauft? Da ist immer gesprochen worden entweder von Dolus oder von culpa lata und ist die Sache immer von dem Begriffe der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns aus betrachtet worden. Die Entscheidung darüber fällt dem ordentlichen Gerichte anheim. Nun kommt ein ganz neuer Gedanke, nämlich der Gedanke, welcher dahin geht, die Entscheidung nicht dem ordentlichen Gerichte anheim zu stellen, sondern einem Fachgerichte, oder wie Sie es sonst nennen wollen

(Widerspruch des Sachv. Gust. Maier.)

Vorsitzender: Ich habe vorhin schon bestätigt, daß nach Ihrer Auffassung (zum Sachv. Maier) der Rechtsweg zulässig bleiben und der Einspruch des Sachverständigenvereins gewissermaßen nur als Gutachten dienen soll.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich habe es so verstanden, als ein obligatorisch anzuhörendes Gutachten.

Sachv. **Gust. Maier:** Ja, als ein obligatorisch anzuhörendes Gutachten, welches ja in den meisten Fällen für den ordentlichen Richter maßgebend sein wird. Ich erinnerte ja an die Bestimmungen des Gesetzes bezüglich des Urheberrechts an Schriftwerken, weil gewissermaßen der Sachverständigenverein für den Richter doch in den meisten Fällen die maßgebende Behörde ist, obwohl er an deren Entscheidung allerdings nicht absolut gebunden ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich verstand, er solle daran gebunden sein.

Sachv. **Dr. Simon:** Wenn vorhin von den gemeinnützigen Unternehmungen gesprochen worden ist, so sehe ich da keine genügenden Unterscheidungsmerkmale. Zunächst ist wohl gedacht an Pferdebahnen, die allerdings gemeinnützige Unternehmungen sind. Wie soll es aber mit Brauereien, Spinnereien u. s. w. gehalten werden? Sollen die nur dann zugelassen werden zur Notiz, wenn sie 1 Million Kapital haben und dagegen ausgeschlossen werden, wenn sie nur etwa 700 000 Mark haben? Ich sehe hier keine plausibelen Unterscheidungsmerkmale. Das war mir vorher aufgefallen, daß der Herr Sachverständige nur gemeinnützige Unternehmungen mit geringem Kapital zulassen wollte.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich habe das nur beispielsweise angeführt. Ich glaube, es wird keinem Zweifel unterliegen, daß es sehr viele Kriterien für solche Unternehmungen giebt. Wenn z. B. eine kleine Stadt eine Brücke baut, oder andere Verkehrsmittel, so wird man bestimmt sagen können: das ist ein gemeinnütziges Unternehmen. In anderen Fällen, wo der Begriff nicht so scharf abzustecken und nicht festzulegen ist, würde ich die Entscheidung darüber in die Hände einer sachverständigen Behörde legen.

Vorsitzender: Würden Sie dafür sein, daß in dem Prospekt der Uebernahmspreis angegeben werden muß?

Sachv. **Gust. Maier:** Ich glaube, das hat keinen großen Zweck. In solchen Fällen, wie sie Herr Goldschmidt z. B. anführte, also bei Staatsanleihen, erfährt man ja ganz genau doch aus den Zeitungen den Uebernahmepreis. In anderen würde man ihn doch nicht erfahren, weil viele Nebenbedingungen vorhanden sind, und deren wahrscheinlich im Falle einer solchen Bestimmung noch weit mehr gemacht werden würden. Es

könnte z. B. eine derartige Bestimmung getroffen werden, welche überhaupt erst nach der Subskription zur Perfektion gelangte. Kurz und gut, ich glaube, daß das nicht gut möglich ist, und ich glaube, daß das auch eigentlich etwas zu weit geht bezüglich der Einmischung in die Privatverhältnisse. Dagegen bin ich allerdings der Ansicht, und das möchte ich auch zu dem vorigen Paragraphen noch nachholen, daß bezüglich sämmtlicher Daten, die sich auf eine Emission beziehen, eine ganz gewissenhafte, strenge und ausführliche Mittheilung von dem Emittenten verlangt werde, also daß insbesondere bei Staatsanleihen nicht nur gewisse statistische Mittheilungen über das Papier gemacht werden, sondern auch allgemein statistische Mittheilungen, die dem Publikum dann kundzugeben wären, und zu deren Wiedergabe es vielleicht sehr wünschenswerth sein würde, daß die Publikationsorgane — das gehört eigentlich auch in einen anderen Punkt hinein — der Börsen selbst, die Kursblätter, mehr objektives Material enthielten und zu einem weit billigeren Preise dem Publikum zugänglich gemacht würden. Enthielten diese offiziellen Kursblätter nicht nur die nackten Kursnotizen, sondern auch sachliche Angaben, alle zur Emission gehörigen Angaben, statistische Nachrichten u. A. m., so würde — das gehört eigentlich zu § 18 — der Einfluß der Reklamepresse, soweit es überhaupt möglich ist, paralysirt werden können. Ich glaube, daß, wenn z. B. bei der Emission der portugiesischen Anleihe seiner Zeit gewissermaßen offiziell in solcher Art darauf hingewiesen worden wäre, daß Portugal dasjenige Land in Europa und, ich glaube, beinahe in der ganzen Welt ist, welches auf den Kopf der Bevölkerung die allermeisten Schulden hat, dann würde vielleicht in Folge dieser ganz kleinen statistischen Ziffer mancher die Sache doch ernstlicher betrachtet haben. Ich bin also der Ansicht, daß nicht die Angabe des Kosten- und Uebernahmepreises das Wesentliche ist, sondern eine möglichst genaue, und zwar absolut objektive Aufklärung des Publikums durch alles nöthige statistische Material, und daß diese Aufklärung nicht lediglich durch die Fachpresse, die vielfach interessirt ist an der Aufnahme von Prospekten u. s. w., sondern durch die offiziellen Organe der Handelskammern, durch die Kursblätter, und zwar auf viel billigerem Wege, als bis jetzt, dem Publikum zugänglich gemacht werde in ähnlicher Weise, wie wir bezüglich des Aktienwesens durch die billigeren Veröffentlichungen im „Reichsanzeiger“ dies erfahren.

Vorsitzender: Dann kommen wir zum Prospektenzwang für Konvertirungen und Kapitalserhöhungen.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich bin entschieden der Ansicht, daß ein Prospektenzwang auf alle Konvertirungen angewendet werden sollte, auf Kapitalserhöhungen allerdings nur mit Bezug auf Aktien. Ich glaube, es würde vielleicht zu weit führen, wenn man bei der Emission einer neuen Serie von Pfanddriefen z. B. jedes Mal einen Prospektenzwang verlangen wollte.

Vorsitzender: Das ist etwas ganz Neues. Da kann man nicht mehr von einer Kapitalsvergrößerung sprechen, sondern das ist eine ganz neue Emission, und da meine ich, ist es doch von großem Interesse für das Publikum, zu wissen, wie viel Pfandbriefe neu ausgegeben sind.

Sachv. **Gust. Maier:** Zum Beispiel ein Institut, wie die „Preußische Zentralbodenkredit Aktienbank“, hat 100 Millionen Pfandbriefe einer Serie umlaufen und giebt weitere 20 Millionen der gleichen Serie heraus.

Vorsitzender: Die giebt aber auch einen sehr ausführlichen Prospekt.

Sachv. **Gust. Maier:** Den giebt sie. Nehmen wir ein Institut, wie die „Bayerische Hypotheken- und Wechselbank“!

Vorsitzender: Ich glaube, die thut dies auch. Erinnern Sie sich dessen nicht?

Sachv. **Gust. Maier:** Ich kann dies augenblicklich nicht feststellen. Ein Unglück wäre ja auch hier der Zwang nicht, besonders wenn durch diesen Prospektenzwang nicht ein zu großer Unkostenzwang entsteht, und das steht mit meinen vorigen Bemerkungen in Verbindung. Ich denke an solche Prospekte, die dem Publikum in billiger Weise zugänglich gemacht werden sollen. Wenn die Bankinstitute nicht mehr gezwungen sind, Hunderte und Tausende von Mark eventuell alle paar Monate für Prospekte in Zeitungen auszugeben, um sich deren Reklame zu verschaffen, oder unter Umständen sie der Gegenreklame zu entziehen, so würde ich kein Bedenken dagegen haben.

Vorsitzender: Bestimmt nicht an der Berliner Börse das Börsenkommissariat die Zeitungen, in denen die Veröffentlichung erfolgen soll?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Nein, das überläßt man den Emissionshäusern.

Vorsitzender: Nur der Aushang ist obligatorisch und ein Berliner Blatt außerdem. Die Kosten würden also nicht so groß sein, denn es kommt nur ein einziges Blatt in Frage am Sitze der betreffenden Börse und der Aushang an der Börse, der gar nichts kostet.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich kann aus eigener Erfahrung mittheilen, daß man nur entfernt in den Geruch kommen darf, eine Emission zu beabsichtigen oder gar in den Zeitungen Prospekte zu veröffentlichen, dann hat man am anderen Tage schon 20 bis 25 Depeschen auf dem Halse, nicht nur von Berlin, sondern aus ganz Deutschland, aus Mannheim, Stuttgart u. s. w. Man „dittet" um einen Prospekt und man ist zwar nicht materiell, aber moralisch gezwungen, denselben zum Abdruck zu geben, wenn man nicht darauf gefaßt sein will, daß unter Umständen die Emission ignorirt oder gar nachtheilig über das Unternehmen berichtet wird.

Vorsitzender: Das würde eine Art von Erpressung seitens der Presse sein.

Sachv. **Gust. Maier:** Dieselbe besteht, und ich bin in der Lage, dafür Belege beizubringen.

Vorsitzender: Selbst bei der Emission von Reichs- und Staatsanleihen wird man mit Telegrammen, Briefen und persönlichen Besuchen aus Kreisen der Presse belästigt. Das habe ich leider schon mehr wie einmal selbst erlebt. Es ist Sache des Handelsstandes, sich dagegen zu wehren.

Sachv. **Gust. Maier:** Das kann er leider nicht, denn die Presse hat eine zu große Macht.

Vorsitzender: Wir kommen zu der Frage, ob eine Frist zwischen dem Aushang, beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen müsse.

Sachv. **Gust. Maier:** Da bin ich völlig mit meinem Kollegen Goldschmidt einverstanden.

Vorsitzender: Sie wollen also auch eine Frist von sechs bis acht Tagen?

Sachv. **Gust. Maier:** Ja, ich bin der Ansicht, daß zwischen der Veröffentlichung des Prospektes in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse eine angemessene Frist liegen muß, weil das Publikum in die Lage gesetzt werden sollte, sich zu orientiren. Ferner bin ich der Ansicht, daß es

nicht richtig wäre, den Handel per Erscheinen weiter zu verbieten, als Herr Goldschmidt dies auch vorgeschlagen hat.

Vorsitzender: Sie wollen also den Handel per Erscheinen nur vor der Zeichnung nicht gestatten, wohl aber nach der Zeichnung und Zutheilung.

Sachv. **Gust. Maier:** Ich habe dagegen keine Bedenken, weil, wie Herr Goldschmidt ganz richtig hierzu bemerkt hat, man damit dem Emissionshaus eine gewisse Latitüde geben würde. Es kann z. B. zwischen der Zeichnung und der Zutheilung irgend ein politisches Ereigniß eintreten. Warum soll das Publikum verhindert sein, unter Umständen an der Börse auf Grund seiner Zeichnung zu verkaufen oder zu kaufen? — Ich bin übrigens der Ansicht, daß der Handel per Erscheinen mit dem Emissionswesen sehr innig zusammenhängt, und ich hätte es gerne gesehen, wenn das letztere und besonders auch die heikle Frage der Zutheilung, der Selbstzeichnung der Emissionshäuser und ihres Personals 2c. in dem Fragebogen eine eingehendere Würdigung gefunden hätten. Haben wir doch selbst bei der jüngsten Zeichnung der Reichs- und preußischen Anleihen durch die Reichsbank schwere Uebelstände auf diesem Gebiete erlebt; in diesem Falle war die Ursache meistens Eitelkeit, in vielen anderen ist es einzig unberechtigte Gewinnsucht!

Vorsitzender: Dann würden wir mit Nummer 1 wirklich fertig sein.

(Heiterkeit.)

Wir kommen dann nunmehr zu der Frage des Terminhandels. Ich möchte die Herren Sachverständigen bitten, sich über Frage 2 auszusprechen.

Sachv. **Weidert:** Es werden wohl verschiedenartige Ursachen sein, welche an den einzelnen Plätzen zur Einführung des Terminhandels geführt haben. Wenn ich speziell auf unsere Verhältnisse Bezug nehmen soll, so bildet bei uns das Brauereigewerbe den Hauptindustriezweig. Früher war dasselbe auf die Wintermonate zum Einsieden angewiesen, und es wurde und wird noch heute der Preis des Bieres auf das Sudjahr festgesetzt, die Brauer aber sind verpflichtet, den Preis, den sie zu einer bestimmten Zeit festgesetzt haben, während des Sudjahres einzuhalten. Da hat es denn nun nahe gelegen, daß sich die Brauer ihren ganzen Bedarf für die Zeit eines Jahres deckten. Die größeren Brauereien unserer Stadt versieden seit Jahren vorzugsweise böhmische, mährische oder ungarische Gerste, also ausländische Waare. Nun kauft der Getreidehändler, welcher dem Brauer liefert, die Gerste und, um nicht in Spekulation betreffs der österreichischen Valuta zu gerathen, ist er gezwungen, ein weiteres Geschäft auf Zeit zu machen. Er macht dieses nicht etwa, weil er in Spekulation treten will, sondern er macht dasselbe, gerade, um nicht in Spekulation zu treten. Er deckt sich seinen Bedarf in österreichischer Valuta, den er nöthig hat, zu der Zeit, wo er die Einkäufe der Waare am Produktionsorte macht, um gleichzeitig den Verkauf an die betreffenden Brauereien bewerkstelligen zu können.

Vorsitzender: Kauft er die Gerste auf Zeit?

Sachv. **Weidert:** Nein, er kauft die Gerste, die ihm allerdings nicht sofort, sondern erst später geliefert wird, bezahlt aber solche bei Empfangnahme.

Vorsitzender: Also auf Lieferung?

Sachv. **Weidert:** Er kauft zu einem bestimmten Preise. Es ist ein förmliches Termingeschäft. Er kauft die Gerste und verkauft sie an die Brauer zu gleicher Zeit. Das Geschäft wird mit außerordentlich geringem Nutzen heute bewerk-

stelligt. Der Händler kann dabei gar nicht mehr in Spekulation treten. Er kauft also, ich wiederhole das, die Gerste im fremden Lande, verkauft sie nach unserer Währung an den Brauer und deckt sich gleichzeitig für den Betrag, den er nothwendig hat, in österreichischer Valuta. Es wird also diese Deckung von ihm einzig und allein bewerkstelligt, um nicht den Schwankungen der österreichischen Valuta ausgesetzt zu werden, also gerade das Gegentheil von dem, wovon man in der Regel ausgeht, ist hier der Fall. Er macht ein Termingeschäft, um aus der Spekulation zu treten.

Vorsitzender: Dann macht er also drei Termingeschäfte, zwei in Waare und eins in Valuta.

Sachv. **Weidert:** Ja.

Vorsitzender: Um einen einzigen wirthschaftlichen Zweck zu erfüllen?

Sachv. **Weidert:** Ja.

Vorsitzender: Das wäre ein Theil. Vielleicht können Sie uns noch ein anderes Gewerbe angeben? Sie haben eben nur von der Brauerei gesprochen.

Sachv. **Weidert:** Es sind mir wohl solche bekannt, die aber bei uns weniger in Betracht kommen. München ist nicht Industriestadt; und die daselbst bestehenden Gewerbe kommen, die Brauereien ausgenommen, hier nicht in Betracht. Auch Spinnereien z. B. werden gezwungen sein, ihre Waaren zu einem bestimmten Zeitpunkte zu kaufen und ihren Bedarf sich zu decken.

Vorsitzender: Werden in München nicht auch Termingeschäfte in Effekten gemacht?

Sachv. **Weidert:** Ja.

Vorsitzender: Es werden also auch Terminpreise für Effekten notirt?

Sachv. **Weidert:** Ja.

Vorsitzender: Z. B. Kreditaktien, Staatsbahnaktien u. s. w.

Sachv. **Weidert:** Da geht meine persönliche Meinung dahin, daß derartige Termingeschäfte gerade für unsere Verhältnisse nicht nothwendig seien. Es heißt ja in der Fragestellung „nachweislich“. Der wirkliche Grund wird kaum noch zu erweisen sein. Der liegt meiner Meinung nach auf einem anderen Gebiete, auf dem Gebiete der Spielsucht und der Gewinnsucht. Das wird meist der Fall sein, wenigstens nach den Beobachtungen, die ich gemacht habe.

Vorsitzender: Es sind uns viele Fälle angeführt worden, wo Jemand Termingeschäfte macht, um sich einen bestimmten Preis zu sichern, also z. B. zu einem Termine verkauft, zu welchem er für das Geld Verwendung hat. Kommen solche Fälle nicht auch bei Ihnen vor?

Sachv. **Weidert:** Die werden an unserer Börse in der Weise wohl kaum vorkommen. Bei allen Geschäften, die auf Termin gemacht werden, wird, soweit ich dem Vorgange folgen konnte, die Unterlage immer die sein: man will einen Gewinn erzielen. Es ist das reine Spekulation.

Vorsitzender: Allerdings beruhen dergleichen Geschäfte stets in gewissem Sinne auf Spekulation. Aber ist es nicht gerechtfertigt, wenn Jemand z. B. weiß, es steht ihm zu einer späteren Zeit eine Geldsumme zu Gebote, er hält den Preis eines Papiers jetzt für vortheilhaft, für niedrig und kauft diese Papiere deshalb auf die Zeit, wo er das Geld übrig hat?

Sachv. **Weidert:** Solche Fälle kommen gewiß vor.

Vorsitzender: Es giebt freilich eine große Menge von Fällen, wo man eben nur spekuliren will, ohne daß in den besonderen Verhältnissen des Spekulirenden dazu ein wirthschaftlicher Anlaß vorliegt. Betheiligt sich das Privatpublikum hierbei in größerem Umfange?

Sachv. **Weidert:** Ganz bedeutend. Ich betrachte es als einen großen Krebsschaden, daß eine ganze Anzahl Bankgeschäfte entstanden sind, die auf Spekulationsgeschäfte angewiesen sind und ihre Aufgabe darin erblicken, das Publikum hierzu zu veranlassen. Sie finden sehr oft, daß ein Bankier Kupons schon vor der Zeit einlöst, an denen er schlechterdings nichts gewinnen kann, sondern thatsächlich durch Zinsverlust Schaden erleidet, abgesehen von Mühe und Arbeit. Es geschieht dies einzig und allein, um die Möglichkeit zu haben, dem Publikum anzurathen, bestimmte Papiere zu verkaufen und sich dagegen andere anzuschaffen. Diese Thätigkeit kann man für gefährlich erachten. Andererseits hat sich bei uns die Thatsache ergeben, daß das Privatpublikum bei Weitem mehr spekulirt, als die Kaufleute, und ich kenne kein Mittel, die Leute davon zurückzuhalten.

Vorsitzender: Auf das Mittel kommt es bei unserer Erörterung einstweilen noch nicht an. Zunächst fragen wir nach dem wirthschaftlichen Bedürfniß. Es ist geltend gemacht worden, daß die Unterbringung größerer Anleihen sich gar nicht anders vollziehen lasse, als im Wege des Terminhandels. Sonst gelinge es nicht, den Betrag im Publikum unterzubringen. Haben Sie diese Beobachtung auch gemacht? Ist das nicht ein großer Widerspruch?

Sachv. **Weidert:** Die Münchener Börse ist zu klein dazu, um mit Bestimmtheit das sagen zu können. Im Uebrigen haben wir zu der Zeit, als die bayerischen Anleihen konvertirt wurden, ohne Beihilfe fremder Kräfte die Unterbringung der neuen Obligationen bewerkstelligt. In früherer Zeit war es der Frankfurter Platz, an welchem die Emission bayerischer Staatspapiere stattfand. Bei der von mir erwähnten Konvertirung wurden auf Ansuchen einzelne Frankfurter und Berliner Häuser betheiligt, allein in Wirklichkeit ist sie durch Münchener Häuser ausgeführt worden, und es war fremde Beihilfe nicht nöthig.

Vorsitzender: Da hatten Sie kein Termingeschäft?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte mir die Frage an den Herrn Sachverständigen gestatten: um wie viel Millionen handelte es sich damals wohl bei diesem Geschäfte?

Sachv. **Weidert:** Ich erinnere mich des Betrags nicht genau, aber es waren ganz bedeutende Summen.

(Zuruf.)

Mein Herr Nachbar ist der Meinung, es seien 80 Millionen gewesen. Die Summe war eine weit größere. Sämmtliche Schuldtitel mit Ausnahme der Grundrentenschuld wurden konvertirt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Also sind es jedenfalls ein paar Hundert Millionen gewesen.

Vorsitzender: Nehmen Sie nun an, daß wesentliche Nachtheile mit dieser Form des Handels verbunden sind?

Sachv. **Weidert:** Ich habe diese Frage, soweit sie sich um das Effektengeschäft handelt, bereits beantwortet.

Vorsitzender: In dieser Frage sind Beispiele genannt worden, z. B. heftige Preisschwankungen, Schwänzen, Einsperrungen, Verführung des Publikums zum Börsenspiel u. s. w. Sie meinten auch, das Privatpublikum habe eine besondere Neigung zum Terminhandel?

Sachv. **Weidert:** Das Privatpublikum hat eben auch die Sucht, zu gewinnen und die Neigung, den Terminhandel zum Spiel zu benutzen.

Vorsitzender: Wird dem Privatpublikum das Spiel durch die Form des Terminhandels wesentlich erleichtert oder kann dasselbe auch im Wege des Kassahandels geschehen?

Sachv. **Weidert:** Im Terminhandel ist das wesentlich leichter, und zwar besonders wenn Firmen vorhanden sind, die zum Spiel anlocken.

Vorsitzender: Es ist hier öfters dagegen geltend gemacht worden, man könnte im Kassahandel durch die Lombardirung oder Reportirung von Effekten, durch Darlehen, ganz dieselbe Wirkung erreichen. Man hat sich berufen auf die Erfahrungen zahlreicher Plätze, nicht bloß auf die mit bestimmten Papieren.

Sachv. **Weidert:** Bei der Lombardirung wird es immer davon abhängen, welcher Vorschuß gewährt wird. Es wird nothwendig sein, daß Jemand da ist, der einen bestimmten Betrag dafür giebt. Der anständige Bankier wird immer nur einen Theilbetrag geben. Folglich würden sich auch schon hieraus größere Schwierigkeiten ergeben.

Vorsitzender: Kommen nicht Fälle vor, wo sich der Bankier überhaupt gar kein Depot geben läßt? Meiner Erfahrung nach läßt sich allerdings der Bankier regelmäßig Depots geben, wenigstens der größere Bankier; der kleinere Bankier, der nur Kassageschäfte macht, gewährt Kredit auf längere Zeit, auf Monate vielleicht, und das setzt voraus, daß die eingekauften oder zum Verkauf bestimmten Papiere immer bei ihm liegen bleiben. Er nimmt sie selbst ab, er behält sie und wenn dann schließlich die Sache gelöst wird, handelt es sich auch nur um die Differenz. Derselbe Kunde, welcher Papiere kauft, kann auch einmal solche verkaufen, und schließlich wird dann nach vier Wochen etwa die Differenz ausgeglichen. Ist das eine wirkliche, wirksame Erschwerung gegenüber dem Terminhandel?

Sachv. **Weidert:** Ich bin der Meinung, daß, wenn ein Kunde auf Zeit kauft, der Bankier eine Auslage nicht nöthig hat, was immerhin bei Kassageschäften der Fall ist. In dieser Weise wird das Spiel durch den Terminhandel erleichtert.

Vorsitzender: Also erleichtert. Nun ist geltend gemacht worden, daß der Terminhandel auch heftige Preisschwankungen zur Folge habe, während von anderer Seite behauptet wird, er nivellire die Preise.

Sachv. **Weidert:** Es mag das in vielen Fällen zutreffen. Ich neige mich zu der Ansicht, daß die Schwankungen durch den Terminhandel erhöht werden.

Vorsitzender: Gründet sich das auf bestimmte Beobachtungen?

Sachv. **Weidert:** Jawohl, mit welcher Erklärung ich immer wieder die Bitte verbinden muß, nicht zu übersehen, daß meine Beobachtungen an der Börse selbst nicht gemacht wurden.

Vorsitzender: Sie haben vorhin von dem Waarenterminhandel gesprochen. Haben Sie auch bei dem Termingeschäft in Waaren eine Erhöhung der Preise wahrgenommen?

Sachv. **Weidert:** Nein, das konnte ich nicht beobachten. In der Form, wie sich dieser Terminhandel darstellt, betrachte ich den ganzen Vorgang überhaupt als einen sehr legitimen.

Vorsitzender: Meinen Sie, daß beim Waarenhandel das legitime Geschäft gegenüber dem Spiel überwiegt, denn daß auch der Terminhandel in Waaren in gleichem Umfange zum Spiel benutzt wird, ist wohl unleugbar?

Sachv. **Weidert:** Bei uns findet überhaupt der Terminhandel in Waaren in ganz anderer Weise statt, als an anderen Plätzen. Wir kennen eigentlich nur effektive Geschäfte. Es wird von Münchener Häusern auf Zeit gehandelt, immer aber wird geliefert.

Vorsitzender: Werden nicht auch an Ihrer Börse zahlreiche Termingeschäfte gemacht, und besteht nicht auch in München, wenn Viele diese Geschäfte machen, ein Kollektivkontro?

Sachv. **Weidert:** Gewiß, aber nur für Effekten. Wir haben keine Getreidebörse und keine Produktenbörse. Ich weiß nicht, ob Sie darüber Aufschluß verlangen.

(Zuruf: Jawohl!)

Die Landwirthschaft, nicht der Handel, hat zu verschiedenen Zeiten das Bedürfniß der Errichtung einer Produktenbörse in München befürwortet, insbesondere, weil sie der Meinung war, daß dadurch eine größere Solidität seitens des Landmanns, nicht seitens der Händler, herbeigeführt werde.

Allein diese Versuche sind immer gescheitert, weil der Handel keine Ursache hatte, darauf einzugehen, da die Landwirthschaft es ganz offen aussprach, es sei die Absicht, den Zwischenhandel zu beseitigen. Ich glaube, das ist der Hauptgrund, weshalb es zu nichts gekommen ist.

Vorsitzender: Das Termingeschäft in Waaren reduzirt sich also auf die Geschäfte, die außerhalb der Börse gemacht werden, Geschäfte, welche die betreffenden Personen unter einander machen, und die sich in sich selbst kompensiren?

Sachv. **Weidert:** Ja, der Vorgang vollzieht sich in der geschilderten Weise; während der letzten Schwankungen am Getreidemarkt mag es vorgekommen sein, daß auch von Münchener Geschäften auswärts spekulirt wurde.

Vorsitzender: Für die Valutageschäfte besteht eine Ausgleichungseinrichtung?

Sachv. **Weidert:** Gewiß, sofern sie an der Börse gemacht werden.

Vorsitzender: Die kommen in das Kollektivkontro hinein?

Sachv. **Weidert:** Die von mir gekennzeichneten Geschäfte werden nicht an der Börse bewerkstelligt; sie vollziehen sich regelmäßig in der Weise, daß das Münchener Bankhaus in Wien — neuerdings auch in Pest oder Prag — österreichische Valuta auf Lieferung kauft. Auf Zeit wird meist günstiger eingekauft als per comptant; Ursache hierfür ist der höhere Geldwerth am Wiener Platze. Der Bankier, der solche Geschäfte machen will, muß Mittel besitzen, weil die Käufer niemals auf eine bestimmte Zeit eingehen, sondern sie kaufen die österreichische Valuta auf die Bedingung, daß sie je nach dem Bedarf bezogen wird.

Vorsitzender: Was mag wohl der Grund sein, daß die Valutaoperationen nicht mit in das Kollektivkontro aufgenommen werden, wenn sie so häufig sind? Oder sind sie es nicht?

Sachv. **Weidert:** Sie sind sehr häufig. Die Ursache, warum sie nicht in das Kollektivkontro aufgenommen werden, muß wohl dadurch begründet sein, daß hierbei die Makler überhaupt erspart werden müssen, um nicht die Kosten zu erhöhen. Man macht das so billig wie möglich. Ich will hierbei nicht unerwähnt lassen, daß Wiener Häuser in öster-

reichischer Valuta Offerten auf Zeit machen, sowohl an Bankgeschäfte als auch an Getreidehändler.

Vorsitzender: Sie sind also der Meinung, daß die Nachtheile des Terminhandels im Effektenwesen überwiegen, und daher gewisse Einschränkungen zu empfehlen sind. Damit kommen wir zur Frage 6, ob es sich empfiehlt, den Terminhandel einzuschränken für gewisse Waaren oder gewisse Gattungen von Effekten oder ihn ganz zu verbieten u. s. w.

Sachv. **Weidert:** Die Beantwortung dieser Frage wird mir schwierig werden.

Vorsitzender: Haben Sie irgend ein Mittel in Vorschlag zu bringen?

Sachv. **Weidert:** Ich wüßte keins.

Vorsitzender: Man könnte vielleicht an eine Genehmigung des Staats denken. Ist die in Ihren Augen bedenklich?

Sachv. **Weidert:** Ich bezweifle ihre Wirksamkeit außer ordentlich.

Vorsitzender: Die Staatsbehörde würde allerdings in eine schwierige Lage versetzt werden.

Sachv. **Weidert:** Den Erfolg bezweifle ich jedenfalls. Die Spekulation würde sich dann entweder auf ein anderes Papier werfen, oder man würde außerhalb der Börse spekuliren. Im großen Ganzen würde dadurch also nichts erreicht werden.

Vorsitzender: Wenn beispielsweise große inländische oder ausländische Spielpapiere wie z. B. Diskonto oder Kreditaktien ganz vom Handel ausgeschlossen werden?

Sachv. **Weidert:** Ich zweifle keinen Augenblick, daß sie dann trotzdem gehandelt werden würden, wenn auch nicht an der Börse. Im Übrigen möchte ich die Sache noch von einem anderen Gesichtspunkte aus betrachten. Bei uns bestand früher eine Staatslotterie, jetzt haben wir sie nicht mehr. Wenn heute ein wohlthätiger Zweck erreicht werden soll, beispielsweise ein Kirchenbau, dann nimmt man eine Lotterie zu Hilfe. Warum? weil man weiß, daß die Spielwuth des Publikums hier die Mittel leicht verschafft.

Vorsitzender: Dem gegenüber ist geltend zu machen, daß beim Terminhandel doch ein erheblich größerer Aufwand an Geld nöthig ist, als bei einer Lotterie. Erfahrungsmäßig wirkt die Betheiligung an Lotterien nicht so schlimm, wie das Börsenspiel. Es handelt sich dabei nicht um so große Engagements.

Sachv. **Weidert:** Ich habe nur zeigen wollen, daß, wer auf die Spielwuth des Publikums spekulirt, in der Regel das Richtige trifft.

Vorsitzender: Sie meinen also, die Spielsucht sucht sich ihren Ausweg; sie wirft sich auf die Lotterie, wenn man die anderen Wege verschränkt. Ich entgegnete Ihnen schon, das ist nicht so gefährlich, wie das Spiel an der Börse. Sie haben also keine Vorschläge zu machen, um den Terminhandel einzuschränken? Die Frage, in wie weit das Börsenspiel anderweitig einzuschränken ist, werden wir nachher bei Nummer 7 erörtern. Sie wissen also bezüglich des Terminhandels keine Vorschläge zu machen?

Sachv. **Weidert:** Ich kann keine machen.

Vorsitzender: Einige Herren haben ein Mindestkapital wenigstens für ausländische Papiere befürwortet. Die Zulassung zum Terminhandel bedarf ja immer noch einer besonderen Entscheidung der betreffenden Börsenorgane. Dieselben sind in der Lage, besonders erschwerende Bedingungen aufzustellen.

Thatsächlich forderte man auch bei der Zulassung ein hohes Grundkapital. Würden Sie das reglementiren wollen und eine bestimmte Grenze fordern?

Sachv. **Weidert:** Ich bin nicht in der Lage, bestimmte Vorschläge zu machen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagte, wenn ich ihn recht verstanden habe, er enthalte sich deshalb solcher Vorschläge, weil doch der Handel außerhalb der Börse nicht gehindert werden könnte. Ich glaube, er wird mir darin beistimmen, daß auch von seinem Standpunkt aus nicht der Handel außerhalb der Börse das Gefährliche und Bedenkliche ist, sondern der Fixhandel, der sich auf die Bestimmungen des Artikels 357 des Handelsgesetzbuchs stützt, der also die Feststellung eines Börsenkurses gerade zur Voraussetzung hat. Möchte der Herr Sachverständige in der That glauben, daß, wenn an der Börse diese Kurse nicht notirt werden und der Handel an der Börse nicht gestattet würde, dann die von ihm beklagten nachtheiligen Wirkungen des Termingeschäfts eintreten würden? Denn daß Jemand ein Fixgeschäft macht mit einem Privatmann oder einem Privatbankier, kann natürlich nicht verhindert werden, aber man ist wohl der Ansicht, und nicht mit Unrecht, daß diese Geschäfte nicht die gefährlichsten sind.

Sachv. **Weidert:** Ich muß dem Herrn Geheimrath Gamp hierin vollständig beistimmen. Eine Einschränkung würde ja wohl die Folge sein; allein in welchem Maßstabe, das zu ermessen steht mir nicht die Möglichkeit zu.

Vorsitzender: Der Privathandel würde trotzdem immer stattfinden können; es würde sich auch ein Kurs ausbilden können, wenn er auch nicht öffentlich notirt wird, so doch privatim?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das ist eine Frage für sich, die später in Erwägung gezogen werden kann. Ob überhaupt das Herausbilden eines Privatkurses als ein dem Artikel 357 des Handelsgesetzbuchs entsprechender Börsenpreis angesehen werden kann, darauf kommen wir noch; aber ich glaube, wenn man das Material einschränkt, wenn man namentlich die inländischen industriellen Papiere, sowie die inländischen Banken- und Bergwerkspapiere vom Terminhandel ausnehmen könnte, würde das nicht, ohne Nachtheile für den legitimen Handel herbeizuführen, Vortheile nach der Richtung zur Folge haben, wie ich sie früher andeutete?

Sachv. **Weidert:** Ja, Herr Geheimrath, ich muß nach den Verhältnissen urtheilen, in denen ich lebe. Also wenn derartige Einschränkungen stattfinden, so fragen Sie, ob darin ein Vortheil liege. Diese Einrichtung ist faktisch bei uns vorhanden. Wir handeln nicht in Industriepapieren, Bergwerksoder sonstigen derartigen Papieren auf Zeit. Ich habe davon nichts gehört.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ob Sie Ihre Bemerkungen lediglich auf Münchner Verhältnisse beschränken wollen, muß ich Ihnen natürlich überlassen, aber an sich, Herr Sachverständiger, müssen Sie Ihren Urtheilen doch die Verhältnisse auch an den anderen Börsen zu Grunde legen. Ist Ihnen nicht bekannt, daß in Berlin und auch an anderen Börsen derartige Geschäfte in solchen Papieren gemacht werden? Aus Ihrer Bemerkung glaube ich entnehmen zu sollen, daß Sie für Zeitgeschäfte in diesen Papieren kein Bedürfniß erblicken.

Sachv. **Weidert:** Aus meinen Bemerkungen geht wohl hervor, daß sie sich nur für den Münchener Platz verstehen können; über Geschäfte an der Berliner und sonstigen Börsen werden Andere wohl besser sprechen können.

Vorsitzender: Sie wollen also darüber kein Urtheil abgeben? Sie würden sich also auch nicht für ein Verbot dieser Papiere aussprechen? Dann können wir zu Nummer 7 übergehen, ob es Merkmale giebt, wonach sich der reelle Terminhandel von dem bloßen Differenzgeschäft unterscheidet, und ob es sich empfiehlt, diesem durch gesetzliche Bestimmungen entgegenzuwirken.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, derartige Merkmale habe ich vorher angegeben; der Terminhandel in den Fällen, wo ich ihn kennzeichnete, hat eine Unterlage. Wenn ich mir aber die Frage vorlege, ob ein Zeitgeschäft unter allen Umständen zur Erfüllung kommen muß, so kann ich dieselbe nur verneinen.

Vorsitzender: Sie meinen also: es giebt keine solchen bestimmten Merkmale, abgesehen von den Zeitgeschäften, die Sie vorher schilderten?

Sachv. **Weidert:** Ganz richtig: abgesehen von den Zeitgeschäften, wie ich sie vorher schilderte. Sonst wird sich kein bestimmtes Merkmal angeben lassen, aus welchem zu beurtheilen ist, daß es wirklich auf die Erfüllung abgesehen ist.

Freiherr **von Huene:** Der Herr Sachverständige hat uns mitgetheilt, daß die Zeitgeschäfte, welche in Effekten an der Münchener Börse gemacht werden, fast durchweg große Spekulationsgeschäfte sind, an denen in erster Linie das Privatpublikum sich betheiligt. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob man nicht nachträglich aus dem ganzen Charakter des Geschäfts sagen kann: das war ein reines Spielgeschäft; daß also, wenn es zur Entscheidung des Gerichts kommt, man gewisse Kennzeichen haben würde, wonach das Gericht sagen könnte: es waren reine Spielgeschäfte.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, wenn eine Möglichkeit bestände, hierüber Klarheit zu gewinnen, so würde das Gericht in der That auf solchen Ausspruch kommen, aber vielleicht in ganz entgegengesetzter Weise, wie Herr Freiherr von Huene meint. Ich glaube allerdings, daß es von Seiten des Privatpublikums häufig nur auf das Spiel abgesehen ist. Es ist aber so klug, das dem betreffenden Bankier nicht von vornherein zu sagen, und ich bin der Ansicht, daß der Bankier nicht wissen kann, daß der andere Theil die Absicht hat, nur ein Spielgeschäft zu machen. Es wird sich dies erst im Laufe der Zeit herausstellen. Meines Dafürhaltens ist es nicht möglich für den Bankier, die Absicht seines Klienten zu errathen.

Freiherr **von Huene:** Wenn er sich aber seine Leute ansieht? Wenn etwa ein Hausknecht zu ihm kommt und Differenzgeschäfte mit ihm machen will mit großen Summen, aber ein ganz kleiner Mann aus der Provinz? Die Akten liegen da auf dem Tische. Die Sache ist recht interessant; wenn Sie vielleicht die Zeit hätten, darin nachzuschlagen. Wir haben manche eigenthümlichen Beispiele, wo auch der Bankier hätte wissen müssen, der Mann ist nicht in der Lage, solche Differenzgeschäfte, die sich auf Millionen belaufen, im Laufe von Monaten zu machen. Da würden Sie doch vielleicht sagen: in diesem Falle ist auch der Bankier mitschuldig zu befinden?

Sachv. **Weidert:** Ich nehme gar keinen Anstand, das zu bejahen, zumal wenn dem Bankier im Voraus gesagt wurde, daß es sich um Differenzgeschäfte handelt. Wenn aber ein Mann kommt, der sich den Anschein giebt, Mittel zu besitzen und einen derartigen Auftrag giebt, dann wird der Bankier ihn annehmen, und wenn sich später herausstellt, daß Mittel nicht vorhanden sind, und daß die Angaben Schwindel waren, dann glaube ich doch, daß der Bankier nicht mitschuldig ist.

Freiherr **von Huene:** Wird sich der Bankier nicht durch ein Depot gegen Verluste sichern?

Sachv. **Weidert:** Das kommt vor — der Herr Präsident hat diese Frage schon angeregt —, allein es werden auch vielfach Geschäfte gemacht, ohne daß ein Depot gegeben wird.

Vorsitzender: Sie haben vorhin gesagt, der Terminhandel erleichtere diese Geschäfte.

Sachv. **Weidert:** Die Geschäfte auf Zeit werden der Spekulation und dem Spiel Vorschub leisten. Ich habe keinen Anstand genommen, mich in diesem Sinne zu äußern.

Vorsitzender: Sie meinen, es wäre schwer, bestimmte Merkmale aufzustellen?

Sachv. **Weidert:** Jawohl!

Vorsitzender: Die Gerichte entscheiden aus den Nebenumständen, z. B. aus der Vermögenslage des Betreffenden u. s. w., ob es die Absicht des Betreffenden gewesen sei, nur ein Differenzgeschäft zu machen, und erklären aus diesen Gründen öfters solche Geschäfte für nichtig.

Sachv. **Weidert:** Es ist mir keine derartige Entscheidung aus den höheren Instanzen bekannt. Bis jetzt haben die Untergerichte bei uns einen gegentheiligen Standpunkt eingenommen.

Vorsitzender: Das ist in der Hauptsache auch erst neuere Praxis. Sind Sie für eine solche Praxis oder würden Sie durch die Gesetzgebung in der Beziehung etwa einen Riegel vorschieben, daß die Erfordernisse verschärft werden? Manche Gesetzgebungen haben das Gegentheil bestimmt in mehr oder weniger dehnbarer Fassung. Sie lassen einen Einwand des Spiels und der Wette gegen Börsengeschäfte überhaupt nicht zu.

Sachv. **Weidert:** Wenn ich meine Beobachtung zur Unterlage nehme, so muß ich sagen: Es käme alsdann ein Bankgeschäft immerhin in eine recht schwierige Lage, denn es steht dem gar nichts entgegen, daß Jemand, der verliert, sich nachher darauf beruft, es war nicht die Absicht der Erfüllung, sondern nur ein Spielgeschäft zu entriren. Das wird meist der Verlierende thun, und ich würde es für gefährlich betrachten, wenn eine solche Praxis Platz greifen würde.

Vorsitzender: Sie würden diese Praxis nicht zu erweitern suchen, sondern Sie sind im Gegentheil mehr für Einschränkung? Bedenklich ist es aber andererseits, den Einwand von Spiel und Wette ganz auszuschließen, während jedes andere Geschäft ihm unterliegt.

Sachv. **Weidert:** Gewiß, es wird allerdings aus der Natur des Geschäfts sich von selbst ergeben müssen. Ob der Richter immer das Richtige treffen wird, muß ich dahingestellt sein lassen.

Vorsitzender: Auch beim Kassageschäft wäre es denkbar, daß die Absicht nur dahin geht, die Differenz zu zahlen. Am anderen Tage macht der Spieler etwa ein entgegengesetztes Geschäft u. s. w. Man nimmt die gekauften Papiere ab in der Hoffnung, daß man sofort etwas wieder davon verkaufen kann.

Sachv. **Weidert:** Dann gehören immer Mittel dazu, um das Papier sich zu erwerben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte an den Herrn Sachverständigen die Frage richten: ist ihm vielleicht aus seiner Praxis bekannt, daß verschiedene Konkursfälle vorgekommen sind, in denen die Konkursverwalter bezüglich des gesammten Geschäftsverkehrs, der überhaupt für den Konkurs eine Bedeutung hatte, eingewendet haben: ja, es handelt sich um reine Differenzgeschäfte.

Sachv. **Weidert:** Es sind mir keine solche Fälle bekannt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Aber solche Fälle sind jetzt vorhanden. Der Konkursverwalter ist nicht in der Lage, bei Erhebung von Einwänden sich zu geniren.

Sachv. **Weidert:** Ja, er hat eine freiere Stellung.

Vorsitzender: Wenn der Betreffende durch Schulden aus Zeitgeschäften sehr stark belastet, wenn eine große Passivmasse vorhanden ist, dann dürfte leicht Anlaß vorliegen, in Bausch und Bogen den Einwand zu erheben: das sind alles Spielgeschäfte. Die Fälle, wo bisher das Reichsgericht die Erhebung des Einwands für zulässig gehalten hat, beruhen auf anderer Basis, z. B. wegen des geringen Standes und Vermögens des Betreffenden, der über seine Verhältnisse hinaus Geschäfte gemacht hat. Sie würden also die Gesetzgebung nicht erweitern wollen, weder in der einen noch in der anderen Richtung?

Sachv. **Weidert:** Ich sehe dazu keinen Anlaß.

Vorsitzender: Nun ist von anderer Seite angeregt worden, ob nicht, um dem Börsenspiel beizukommen, ein Verbot, Termingeschäfte zu machen für alle Personen zu erlassen ist, die nicht ins Handelsregister eingetragen sind.

Sachv. **Weidert:** Das wird nach der Praxis, die bei uns Platz gegriffen hat, etwas recht Schwieriges sein. Bei uns herrscht die Meinung, daß der Kaufmann nicht erst als solcher zu gelten hat, wenn er in das Handelsregister eingetragen ist, sondern auch schon vorher, und diese Anschauung greift sogar an den höchsten Stellen bei uns Platz. Wahrscheinlich ist, daß die gemachte Anregung eine Einschränkung der auf Spiel abzielenden Termingeschäfte zur Folge haben würde.

Vorsitzender: Sie würden es also nicht für richtig halten, daß nur der in das Handelsregister Eingetragene berechtigt ist, Termingeschäfte zu machen?

Sachv. **Weidert:** Nein.
Wir haben bei uns derartige Beobachtungen wenig machen können. Ich habe nur davon gehört, daß an anderen Plätzen das vielfach vorkommt. Geschäfte mit Handelsangestellten sollten überhaupt nicht gemacht werden. Ich würde aber auch einer Einschränkung nicht das Wort reden, weil auf der anderen Seite schlimme Folgen daraus entstehen können.

Vorsitzender: Inwiefern? Wenn der Angestellte z. B. erst die Genehmigung seiner Chefs nachsuchen müßte, so würde es immerhin nicht zulässig sein.

Sachv. **Weidert:** Ich wiederhole, daß derartige Vorgänge bei uns jedenfalls ganz zu den Ausnahmen gehören.

Vorsitzender: Es handelt sich hier um Personen, die vielfach mit Geld zu thun haben, namentlich um Kommis von Bankhäusern, die gerade durch ihre Stellung in Versuchung gerathen, an der Börse zu spielen, und öfters in großem Umfange. Nun glaubt man ein Mittel dagegen zu finden in dem sogenannten schwarzen Register. Es soll ein solches eingerichtet werden, in welchem die Firmen verzeichnet sind, welche mit solchen Leuten spekuliren.

Sachv. **Weidert:** Ich habe davon gehört, aber bei uns kann davon nicht gesprochen werden.

Vorsitzender: Sie glauben also auch nicht, daß man damit etwas erreichen könnte?

Sachv. **Weidert:** Darüber muß ich mich eines Urtheils enthalten.

Vorsitzender: Wir kämen dann zu dem Prämiengeschäfte. Diese werden auf der einen Seite als anfechtbar bezeichnet, als rechte Spielgeschäfte, auf der anderen Seite als die am wenigsten schädliche Form der Termingeschäfte.

Sachv. **Weidert:** Ich wiederhole hier, was ich schon früher gesagt habe. Ich stehe diesen Geschäften vollständig fern, allein ich denke mir, daß ein Prämiengeschäft demjenigen, der also ein Zeitgeschäft macht, unter Umständen auch wieder nützen kann, weil ihm durch die Zahlung der Prämie alsdann eine Assekuranz verschafft wird. Das ist meine persönliche Meinung. Ich wiederhole, ich glaube, daß auf meine Angaben in dieser Frage wohl kaum besonderer Werth zu legen sein dürfte, weil ich diesem ganzen Geschäfte völlig fremd gegenüberstehe.

Vorsitzender: Sie würden ein Verbot der Prämiengeschäfte nicht befürworten?

Sachv. **Weidert:** Das glaube ich nicht befürworten zu sollen.

Vorsitzender: Wir kämen dann zu der Frage, ob eine Strafe des Differenzhandels gerechtfertigt ist, und zwar des Differenzhandels an sich, ohne nothwendige Beziehung zur Zahlungseinstellung.

Sachv. **Weidert:** Ich würde zu derartigen Maßregeln nicht rathen.

Vorsitzender: In Zusammenhang hiermit würde eine Bestimmung stehen, wie sie dahin angeregt ist, daß derjenige strafbar ist, der unter wissentlicher Benutzung der Unerfahrenheit und des Leichtsinns eines anderen diesen zum Termingeschäft verleitet.

Sachv. **Weidert:** Ich glaube, daß derjenige, der zu solchen Dingen die Hand bietet, strafbar erscheint, allein gestatten Sie mir, Herr Präsident, auch hier wieder ein anderes Gebiet anzuziehen: so lange die Gesetze, die wir haben, nicht zur Ausführung gelangen, haben wir eigentlich, glaube ich, gar keinen Grund, an eine Verschärfung der gesetzlichen Bestimmungen zu denken. Wir haben verschiedene Handhaben in der Gesetzgebung, welche es möglich machen, das Unrecht aufzusuchen und zu strafen, und doch geschieht's nicht. Und hier kann ich dem Richterstande einen Vorwurf nicht ersparen. Die Gesetzgebung ermöglicht es, dem betrügerischen Bankerott zu Leibe zu gehen; nicht selten kommt es aber vor, daß der Konkursrichter unterläßt, von Ungehörigkeiten, die ihm in Konkursverfahren bekannt werden, dem Strafrichter Anzeige zu machen. Er erachtet solches nicht als geboten. Die Ansichten der Juristen gehen ja sehr auseinander. Ich kenne Juristen, welche der Meinung sind, es sei ihre Pflicht, sobald sie ein derartiges Unrecht entdecken, auch in ihrer Stellung als Zivilrichter es ihrerseits zur Anzeige zu bringen. Ich kenne aber eine weit größere Anzahl, die diese Pflicht verneinen.

Vorsitzender: Das würde nicht entscheidend sein gegen eine solche Strafbestimmung. Das bewegt sich auf einem anderen Gebiete des Strafgesetzes. Es würde immerhin eine Anzeige wohl ergehen können, und selbst wenn diese nicht in größerer Zahl erfolgen, würde ich mir immerhin von der präventiven Wirkung des Strafgesetzes einiges versprechen.

Sachv. **Weidert:** Ich bin ganz genau dieser Meinung und wollte nur konstatiren, daß gesetzliche Bestimmungen vorhanden sind, welche, wenn gehandhabt, so Manches unmöglich machen, was jetzt beklagt wird.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Herr Sachverständiger, soll das auf einer bayerischen Besonderheit beruhen? Soviel ich weiß, ist es noch heute konstante Praxis, daß der Konkurs-

verwalter einen Bericht über die Ursachen des Konkurses zu erstatten hat und von jedem solchen Berichte bekommt, zum mindesten in Preußen, die Staatsanwaltschaft Nachricht.

Sachv. **Weidert:** Ich kenne den Gebrauch bei uns nicht.

Vorsitzender: Nach einer positiven Bestimmung des preußischen Ausführungsgesetzes zur Konkursordnung erhält der Staatsanwalt Abschrift des Eröffnungsbeschlusses unter Bezeichnung des Konkursverwalters.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Was der Herr Sachverständige anführte, kann wohl nicht ganz richtig sein. Einen Zusammenhang mit der Sache könnte ich nur darin sehen: es würden nicht Leute genug wegen Differenzhandels, der zum Konkurse führt, bestraft. Sonst hat das keinen rechten Zusammenhang.

Sachv. **Weidert:** Ich habe das nur erwähnt, um zu sagen: wir haben gesetzliche Bestimmungen, wenn die im einzelnen Falle gehandhabt würden, würde es ungleich besser um die Solidität stehen.

Vorsitzender: Dann wäre nur noch die Frage, ob Sie die Börsensteuer vielleicht für solche Geschäfte erhöhen wollen.

Sachv. **Weidert:** Ich verspreche mir davon einen Erfolg nicht.

Vorsitzender: Es ist dagegen vielfach eingewendet worden, das Spielgeschäft könne eine Steuer viel eher vertragen.

Sachv. **Weidert:** Das unterliegt keinem Zweifel.

Graf **von Arnim:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er der Ansicht ist, daß in Folge der Einführung der Börsensteuer der Verkehr gehemmt und wesentlich beeinträchtigt worden ist. Als die Börsensteuer eingeführt wurde, ist erklärt worden, daß nun Handel und Wandel ruinirt werde und die Bankiers aufhören könnten, Geschäfte zu machen; und es wäre von Interesse, festzustellen, ob auch nur ein Theil dieser übertriebenen Befürchtungen, die sich in anderen Ländern nicht bewahrheitet haben, etwa in Berlin eingetreten sind.

Sachv. **Weidert:** Ich habe beobachtet, daß durch die Einführung der Börsensteuer eine Belästigung der betreffenden Bankanstalten allerdings Platz gegriffen hat, aber nicht, daß hierdurch das Geschäft selbst benachtheiligt worden wäre.

Graf **von Arnim:** Ich nehme an, daß Sie eine Belästigung meinen in dem Sinne, wie Jeder, der Steuern zahlen muß, belästigt wird. Es ist das zweifellos eine Belästigung, aber auf den ganzen Verkehr hat es keinen Einfluß gehabt?

Sachv. **Weidert:** Nein.

Sachv. **von Pflaum:** Wir haben außer der Effektenbörse eine Getreidebörse und eine Industriebörse. Es werden in sehr vielen Fällen bei uns Termingeschäfte gemacht, zunächst an der Getreidebörse in allen Saatfrüchten und in Oelsaaten, da das Müllereigewerbe und das Brauereigewerbe diese Zeitabschlüsse nothwendig haben und ebenso die Oelfabriken. Ferner haben wir ein Zuckerzeitgeschäft. Dann haben wir an unserer Börse ein Zeitgeschäft in Baumwolle, da unsere Spinnereien sich auf Zeit in Baumwolle zu decken haben, ebenso ist dies bei der Wolltextilindustrie der Fall. Für diese ist der Ankauf der Wolle, besonders der ausländischen, auf Zeit nothwendig. Das sind so ziemlich, wie ich glaube, alle Zeitgeschäfte, die bei uns gemacht werden. Damit in Verbindung werden durch die Bankfirmen Zeitgeschäfte in österreichischer und russischer Valuta gemacht. Andere Termingeschäfte, besonders in Effekten, werden an der Stuttgarter Börse nicht abgeschlossen. Das

schließt aber nicht aus, daß nach meinen Beobachtungen sehr viele Spekulationsgeschäfte außerhalb der Börse gemacht werden, die in Berlin oder Frankfurt abgewickelt werden. Ich habe, glaube ich, mich über die Nothwendigkeit des Terminhandels hier nicht auszusprechen, aber mein geehrter Herr Vorredner hat hier einen Standpunkt eingenommen, den ich gar nicht theile, und es wird mir deshalb vielleicht nicht verübelt werden, wenn ich hier eine Ansicht ausspreche, die hier vielleicht hunderte Male schon ausgesprochen worden ist, daß ich den Terminhandel nicht nur in Waaren, wie ich das eben kurz nachgewiesen habe, sondern auch im Effektenverkehr als absolut berechtigt und als wirthschaftliche Nothwendigkeit ansehe, welche für die Preisbestimmung unendlich wohlthuend wirkt, und wenn wir diese Termingeschäfte nicht hätten, würden wir Beschränkungen in der Preisbildung bekommen, die gerade den Herren, welche vielleicht eine etwas oppositionellere Anschauung über das Termingeschäft haben, noch viel unangenehmere Empfindungen verursachen würden, als das heutige Termingeschäft. Ich brauche nicht darauf hinzuweisen, daß Krisen und Katastrophen, und zwar der schlimmsten Art, hauptsächlich nicht durch das Termingeschäft herbeigeführt werden, sondern durch sofortige Lieferung und Bezahlung, daß ferner die wildeste Spekulation gerade da herrscht, wo das Kassageschäft ist. Ich erwähne die amerikanische Börse, wo innerhalb 24 Stunden immer die Lieferung erfolgen muß. Ich halte das Termingeschäft unter den heutigen Zeitverhältnissen und bei der ganzen Tendenz des Verkehrs für absolut nothwendig. Wir müssen Terminabschlüsse haben, um in der Entwicklung des ganzen Geschäftsganges die einzelnen Geschäfte zur Perfektion bringen zu können. Würde man nicht den Terminhandel als Mittel zur Preisbildung haben, dann würde mit großer Leichtigkeit gerade mit dem Kapital oder mit dem Kredit ein unendlicher Mißbrauch getrieben werden können. Dadurch aber, daß wir Zeitgeschäfte haben, und also auf Zeit liefern oder auf Zeit kaufen, ist, wenn man z. B. die Preise für zu hoch oder zu niedrig erachtet, eine Regulirung möglich, und es ist die Gleichhaltung in der Preisnormirung viel leichter durchzuführen; ich glaube, daß nicht nur deshalb, sondern auch überhaupt vom Standpunkt des Kaufmanns, daß jedes Termingeschäft und wenn es auch eine Spekulation ist, seine völlige Berechtigung hat. Der Kaufmann hat die Aufgabe, wenn er den Moment für geeignet erachtet, billig zu kaufen, und wenn er den Moment dazu für günstig hält, theuer zu verkaufen. Er hat die Konjunkturen auszunutzen, und dadurch hat er eine wirthschaftliche Aufgabe, die der Allgemeinheit zu Gute kommt. Also ich stehe nicht auf dem Standpunkte, daß ich etwa sagen würde, eine Spekulation ist etwas Unmoralisches, das darf nicht sein, sondern daß nur der spekuliren darf und überhaupt spekulative Geschäfte machen soll, der sie als Handelsgewerbe betreibt, und daß andere Kreise möglichst ausgeschlossen sein sollen. Das ist der Standpunkt, den ich im Großen und Ganzen einnehme, und von dem aus ich mir gestatten würde, die einzelnen Fragen zu beantworten.

Damit glaube ich mich schon über Frage 2 ausgesprochen zu haben. Was Frage 3 anbetrifft, so kann ich nur sagen, unter dem Gesichtspunkt der Berechtigung des spekulativen Handels für denjenigen, der ihn berufsmäßig betreibt, daß ich es absolut nicht für richtig finden kann, daß andere Kreise am Termin- oder Spekulationsgeschäft sich betheiligen. Auch Punkt 4 glaube ich damit beantwortet zu haben. Ich glaube, daß gerade durch das Termingeschäft eine Preissteigerung viel weniger durchzuführen möglich ist, als wenn Jemand durch die Macht seines Kapitals prompte Lieferungsgeschäfte macht. Ob das Privatpublikum durch das Termingeschäft nicht in höherem Maße zur Spekulation veranlaßt wird, diese Frage zu beantworten, ist unendlich schwierig. Denn nach meinen Beobachtungen geht das Privatpublikum viel mehr daran, nicht per Ultimo zu kaufen und zu verkaufen, sondern unter der Form der definitiven Belastung und mit der entsprechenden Gutschrift,

also mit einem Kontokorrent beim Bankier Spekulationsgeschäfte zu machen.

Vorsitzender: Dagegen ist geltend gemacht worden, daß man zum Kassageschäft immer mehr Kapital gebrauche, weil man auf die Papiere, die angeschafft werden, nicht den vollen Betrag geliehen bekäme, und daß der Bankier bei einem etwaigen Termingeschäft sich mit kleinerem Einschuß begnüge.

Sachv. **van Pflaum:** Hier ist außer Betracht gelassen, daß nicht direkt an der Börse spekulirt wird, sondern ein Zwischenglied vorhanden ist, und dieses legt die Differenz, welche nöthig ist, darauf, um den Privatpersonen die Spekulation zu erleichtern. Der Privatmann braucht nicht mehr Einschuß zu haben, wenn er per Kasse unter Belastung kauft, weil der Kommissionär sich auf die angeschafften Papiere im Lombardverkehr einen großen Theil des Kaufpreises beschaffen kann. Die Differenz, welche durch den Einschuß des Kommittenten sehr reduzirt wird, legt er lediglich vor.

Vorsitzender: Bei dem Anlagegeschäft würde das richtig sein, aber bei einer großen Zahl von Geschäften im Kontakurrentverkehr mit dem Bankier würde das wohl nicht zutreffen. Würde letzterer nicht größere Garantien verlangen?

Sachv. **van Pflaum:** Der Bankier kann auf Zeit kaufen oder im Wege des Effektenlombards sich das Geld verschaffen, er hat also zwei Wege.

Vorsitzender: Fordert der Bankier bei Termingeschäften denn nicht weniger Sicherheit, als von Jemand, der nur Kassageschäfte macht?

Sachv. **van Pflaum:** Nein, er braucht nicht viel mehr Geld für dieses Geschäft zu haben, weil er es mit Leichtigkeit reportiren und deportiren kann. Er wird ohne Schwierigkeit eine entsprechende Klausel im Verkehr mit seinen Klienten feststellen, daß er berechtigt ist, das Geld sich in dieser Weise zu beschaffen, sonst dürfte er es ja nicht thun.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich wollte an den Sachverständigen eine Frage richten. Ist nicht auch der Herr Sachverständige der Meinung, daß der Einschuß, welchen ein Kommittent seinem Bankier macht, in gewissem Betracht auch vielmehr ein Sicherheitseinschuß ist, als ein Einschuß zu dem Zwecke, um die Schwierigkeit der Beschaffung des Geldes für den Bankier zu verringern, und ob es auch also möglich ist, daß, wenn ein Privatkommittent dem Bankier aufgiebt: kaufe mir 10 000 Mark von der und der Sache, er diesen Einschuß nicht in baarem Gelde macht, sondern durch Hinterlegung einer oder mehrerer Aktien, die einen Werth haben, welche aber in Bezug auf die Geldbeschaffung gar nicht in Frage kommen, sondern nur den Charakter einer Sicherstellung haben? Und daran knüpfe ich die weitere Frage: wird der Bankier, wenn er mit dem Privatkommittenten ein Geschäft gemacht hat, bei dem er Sicherstellung verlangt, nicht ganz die gleiche Sicherstellung verlangen, gleichviel, ob es ein Kassa- oder Termingeschäft ist?

Sachv. **van Pflaum:** Es ist meine Ansicht, daß der Bankier diesen Einschuß lediglich als Sicherheit für das einzugehende Risiko nimmt, ganz gleich, ob derselbe in Baar oder in Werthpapieren gemacht wird. Denn er kann auf diese Spekulationseffekten an der Börse in Berlin oder Frankfurt, wenn sie dort gerade gehandelt werden, den vollen Betrag bekommen. Ihm ist nur darum zu thun, eine gewisse Sicherung für etwaige Preisrückgänge zu haben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagte, der Bankier könnte natürlich auf diese Spekulationseffekten in Berlin oder anderwärts den vollen

Betrag bekommen. Ich frage aber, wenn es sich um Effekten handelt, die namentlich in Zeiten großer Bewegung sehr großen Kursschwankungen unterliegen, wird dann irgend ein Bankier auf ein derartiges Effekt den vollen Betrag bekommen, wird der Berliner Bankier auch dem Provinzialbankier den vollen Betrag kreditiren? Oder, wenn ers thut, so thut ers auf Grund sonstiger Sicherheiten; aber er wird ihn immerhin in seinem Konto, wenn auch nur so zu sagen innerlich, belasten. Wenn der Berliner Bankier zu seinem Kunden sagt: du bist mir für 100 000 Mark gut, so wird er ihm natürlich die gewünschte Summe auch auf Spekulationseffekten in voller Höhe geben, aber nur bis zu der Grenze, wo er annimmt, daß der Kredit absorbirt wird, dann wird er sagen: lieber Freund, dein Kredit ist erschöpft, also bestelle für die weiteren Geschäfte Sicherheit. Es ist also wohl nicht zutreffend, daß der Provinzialbankier in beliebiger Höhe Kredit unbeschränkt von dem Berliner Bankier bekommt.

Sachv. **von Pflaum:** In der Regel machen sich die Geschäfte so: es sind eine Reihe fortlaufender Geschäfte, es wird von dem betreffenden Provinzialbankier ein Effektendepot hinterlegt, und auf Grund des Ueberdepots, des Ueberschusses werden Engagements gemacht. Meine Erfahrung geht dahin, daß da nur ein ganz geringer Prozentsatz als Ueberdepot nothwendig ist, sofern man es mit einem reellen Mann zu thun hat. Wenn der Betreffende für 100 000 Mark Depot hat, so genügt das schon, für 1 Million Geschäfte zu machen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es wurde von anderen Herren Sachverständigen hervorgehoben, daß der Umfang, in welchem Kredit gewährt würde und welche Sicherheit verlangt würde, ganz natürlich von den individuellen Verhältnissen, namentlich auch des betreffenden Bewerbers, abhinge. Sie dagegen sagen, man würde mehrere Millionen Geschäfte machen können mit einem Depot von 100 000 Mark. Ich kann das in der That nicht glauben, ich möchte vielmehr annehmen, daß die Berliner Bankiers doch wohl etwas vorsichtiger sind, als auf solches Depot hin einen Kredit in Höhe von Millionen zu gewähren.

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe mir erlaubt, zu sagen, daß zunächst die Voraussetzung ist, daß man es mit einem reellen, insolventen Geschäftsmann zu thun hat. Die Personalfrage kommt also in erster Linie in Frage. Wenn es sich um einen reellen und soliden Mann handelt, so liegt gar keine Schwierigkeit vor, auf 100 000 Mark Depotüberschuß für 1 Million Geschäfte zu machen. Ich betone hier nochmals, meine Erfahrung ist die, daß sich das Privatpublikum viel weniger auf Ultimogeschäfte einläßt, als vielmehr auf Spekulationsgeschäfte unter direkter Belastung und Gutschriften.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es war eben die Frage zwischen dem Kassageschäft und dem Termingeschäft in Bezug auf die Sicherstellung. Es ist gesagt worden, daß bei den ersteren Geschäften größere Einschüsse gefordert werden, als bei dem Termingeschäft. Ich glaube im Gegentheil, daß es sich umgekehrt verhält. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob nicht auch noch seiner Erfahrung bei Termingeschäften, wo man manchmal mehrere Wochen bis zum Ultimo gebunden ist, der vorsichtige Bankier sich jedenfalls einen größeren Einschuß wird geben lassen als beim Kassageschäft, wo er die Bezahlung von heute zu morgen fordern kann.

Sachv. **von Pflaum:** Diese Anschauung scheint vollauf richtig zu sein. Nach meiner Erfahrung wird bei uns wenigstens kein Unterschied gemacht und wird gewöhnlich für Termingeschäfte die gleiche Sicherheit verlangt. Ich erkenne vollständig an, daß es viel logischer wäre, sich für Zeitgeschäfte ein größeres Depot geben zu lassen, weil es sich da unter Umständen um einen Zeitraum von 30 Tagen handelt.

Vorsitzender: Sie würden nicht der Meinung sein, daß mit der Einführung des Terminhandels besondere Nachtheile verbunden sind?

Sachv. **von Pflaum:** Nein, gerade auf diesen Punkt glaube ich, daß wir bei der Frage 19 nochmals zu sprechen kommen werden. Ich enthalte mich daher, hier weiter darauf einzugehen.

Vorsitzender: Empfehlen Sie nicht auch Einschränkungen des Terminhandels für gewisse Gattungen von Papieren?

Sachv. **von Pflaum:** Ich bin der Ansicht, daß zunächst über die Zulassung zum Termingeschäft immer von den Börsenorganen entschieden werden sollte, und daß von diesen nur solche Papiere zum Terminhandel zugelassen werden sollten, welche vermöge des großen Kapitals, es nicht in die Hände Einzelner oder einiger Weniger legen, daß eine Schwänze oder eine Kurssteigerung herbeigeführt werden kann. Es wird also die Höhe des Grundkapitals, sofern sich überhaupt das Bedürfniß des Termingeschäfts für das Effekt ergiebt, maßgebend sein für die korporativen Behörden, welche über die Zulassung zum Termingeschäft zu entscheiden haben.

Vorsitzender: Würden Sie ein Mindestkapital fordern?

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe zu wenig Erfahrung darin. Es könnten z. B. gerade 2 Millionen eines Effekts sein, aber das Haupteigenthum liegt in einer oder mehreren festen Händen, und da könnte mit der Fixirung einer großen Summe unter Umständen nur schlechtes erreicht werden.

Vorsitzender: Ueber die Höhe des Kapitals sind die Herren Sachverständigen sehr verschiedener Meinung gewesen. Manche wollen 20 bis 30 Millionen als Minimum vorschlagen, Andere wieder wollten einen Unterschied machen für ausländische und inländische Papiere.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, das Kriterium ist, daß man nicht in die Hände Einzelner die Möglichkeit legen sollte, daß sie über das Papier herrschen und damit den ganzen Markt beeinflussen.

Vorsitzender: Sie sind also auch der Meinung, daß etwas Großkapital immer nöthig ist?

Sachv. **von Pflaum:** Ja.

Vorsitzender: Aber Sie wollen die Höhe dem Ermessen der Börsenorgane anheimstellen?

Sachv. **von Pflaum:** Jawohl.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie wollen die Entscheidung darüber, welche Effekten zum Terminhandel zuzulassen sind, den Börsenorganen überlassen. Ich möchte Sie bitten, uns mitzutheilen, von welchen Gesichtspunkten sich Ihres Erachtens diese Börsenorgane bei der Entscheidung dieser Frage hätten leiten zu lassen.

Sachv. **von Pflaum:** Erlauben Sie mir, kurz darauf hinzuweisen, daß, wenn ein Bedürfniß für Zeitgeschäfte vorhanden ist, dann naturgemäß ein Handel auf Zeit sich in dem betreffenden Papier entwickeln wird, und außerdem müßte das der Börse zur Verfügung stehende Material so bedeutend sein, daß nicht Schwänzen u. s. w. eintreten könnten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Würden Sie bei ausländischen industriellen Unternehmungen und bei Bergwerksaktien die Vortheile des Terminhandels für überwiegend erachten, wenn es sich um große Unternehmungen handelt?

Sachv. **von Pflaum:** Ich möchte vorausschicken, immer nur für diejenigen, welche sich überhaupt berufsmäßig mit

dem Börsenhandel beschäftigen — andere Kreise sollten sich demselben ferne halten — aber hier halte ich es für richtig, daß man auch in Industriepapieren, die durch ihre Schwere, die Größe ihres Nominalkapitals, durch die Höhe der Kurse u. s. w. einen bedeutenden Einfluß haben, sich auf Zeit decken kann, daß man auf Zeit kaufen und ebenso verkaufen kann.

Vorsitzender: Sie halten also die Spekulationen der Kaufleute für ganz berechtigt, abgesehen von dem speziellen Falle, den Sie anführten. Welches ist nun Ihre Ansicht über die Prämiengeschäfte?

Sachv. **von Pflaum:** Ich halte das Prämiengeschäft für völlig legitim. Es ist eigentlich eine Einschränkung des Risikos, und ich halte das Prämiengeschäft namentlich für gewisse Waarengeschäfte für nothwendig und für ganz solide.

Vorsitzender: Würden Sie eine der unter Nummer 7 empfohlenen Einschränkungen gutheißen, z. B. daß reine Differenzgeschäfte für nichtig und unklagbar erklärt würden, in der Voraussetzung natürlich, daß gewisse Merkmale vorhanden sind?

Sachv. **von Pflaum:** Ich bin nicht dafür. Zunächst halte ich es mit Ausnahme von einigen Mißbräuchen, die zu Tage getreten sind, und die in jeder menschlichen Einrichtung wohl auch vorkommen, absolut für unmöglich, zu sagen, ob ein Zeitgeschäft oder ein Spekulationsgeschäft nur ein Differenzgeschäft ist, denn das kommt ja gar nicht vor, daß die beiden Kontrahenten sich mit einander verabreden: wir machen ein Geschäft, bei welchem eine Lieferung und Bezug nicht stattfinden soll und wollen nur die Differenz bezahlen. Ich erinnere mich nicht, je solche Abschlüsse kennen gelernt zu haben. Würden dieselben vorkommen, so wäre das allerdings ein reines Differenzgeschäft, aber sonst ist es absolut nicht ersichtlich. Ich glaube auch, nach dem, was ich darüber gelesen habe, daß man in den ausländischen Staaten auch ganz davon abgekommen ist, die Differenzgeschäfte als für illiquid und unklagbar anzusehen. Ich glaube auch, daß diejenigen Herren, welche auf dem Standpunkt stehen, daß sie eine Klagbarkeit des Differenzgeschäftes nicht anerkennen wollen, eher das Gegentheil der Einschränkung der Spekulationsgeschäfte erreichen; denn, wenn Leute, welche durch Differenzgeschäfte Verlust haben, nicht zum Zahlen gezwungen werden können, da aber, wo sie Gewinn haben, denselben erheben können — also ohne jede Inanspruchnahme ihrer Person auf Gefahr Dritter spekuliren, dann wird die Spekulationslust gewiß mehr gefördert, als wenn Jedermann jedenfalls für die Konsequenzen seiner Handlungsweise absolut einzutreten hat.

Graf **von Arnim:** Würde der Herr Sachverständige nicht glauben, daß gerade der Bankier, der sich bemüht, sich Kunden zu verschaffen und sie zu Differenzgeschäften zu verleiten sich sehr wohl hüten würde, sich mit diesen kleinen unsicheren Kunden einzulassen, weil er dann voraussehen würde, daß, falls der Kunde verliert, dieser den Einwand der Nichtklagbarkeit machen würde. Es wäre also doch nicht zu leugnen, daß ein gewisser Zaum dadurch dieser überhandnehmenden Aufforderung zum Spiel angelegt werden könnte.

Sachv. **von Pflaum:** Ich erlaube mir zu bemerken, Herr Graf: was hat denn der Bankier für einen Vortheil dabei? Wenn er mit einem Lumpen ein derartiges Spekulationsgeschäft macht und verliert, dann bekommt er eben nichts. Ich finde auch keine Abhaltung in der Nichtklagbarkeit der Differenz, denn der Bankier, der zum Spekuliren verleitet, wird sich ganz genau umsehen, ob derjenige, für welchen er Geschäfte macht, auch für die Differenz gut ist.

Graf **von Arnim:** Ich möchte darauf erwidern: Der Betreffende, Sie bezeichneten ihn mit dem scharfen Ausdruck

„Lump", wird außer dem hinterlegten oft sehr kleinen Depot immer noch etwas haben. Der kleine waghalsige Mann, der mit dem Bankier spekulirt, und der, nachdem er in Verzug gerathen, exekutirt werden soll, würde den Einwand des Spiels machen können, so daß ich glaube, daß den Bankier eine solche Bestimmung veranlassen wird, sich doch etwas mit diesen verwerflichen Spielanerbietungen vorzusehen.

Sachv. **von Pflaum:** Von meinem Standpunkt aus würde man andere Mittel anwenden müssen, um das Ueberhandnehmen der Verlockung zum Spiel zu verhüten. Ich werde bei § 19 darauf zurückkommen. Ich möchte aber auch hierauf erwidern: wenn der Mann noch etwas besitzt, so wird ihm die Unbequemlichkeit verursacht, daß doch versucht wird, auf dem Prozeßwege die Forderung geltend zu machen, und er wird einen Prozeß in der Oeffentlichkeit viel eher scheuen, als von der Nichtklagbarkeit der Differenz Nutzen ziehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist vielfach gesagt worden, daß es kein besseres Mittel gäbe, die Spielsucht einzudämmen, als die Geschäfte für gültig und klagbar zu erklären. Das ist vielfach geschehen. Ich glaube nicht gehört zu haben, daß dadurch die Spielsucht auf diesem Gebiet eingedämmt worden sei. Andererseits kann man sich sehr wohl auf den Standpunkt stellen, von diesem Zwecke der Eindämmung der Spielsucht abzusehen, der sich so wenig durch die Klagbarkeit wie die Unklagbarkeit der Differenzgeschäfte erreichen lasse, und doch annehmen, daß es gewisse besonders odiöse Geschäfte gäbe, bei denen der Staat die Mitwirkung versagen solle, die Einziehung des Betrages, wenn die Zahlung verweigert wird, erzwingen zu lassen. Haben Sie unter diesem Gesichtspunkt irgend welche Sympathie dafür, Geschäfte nach bestimmten, die Art der Eingehung oder die Verhältnisse der Personen betreffenden Qualifikationen als solche, die unklagbar sein sollen, zu bezeichnen?

Sachv. **von Pflaum:** Ich halte es für gefährlich, weil man vielleicht die legitimen Geschäfte dann in denselben Topf wirft, wie die illegitimen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Man müßte also ein anderes Kriterium finden. Sie sagten vorhin, daß für den legitimen Verkehr eine gewisse Gefahr darin liege, wenn man die Unklagbarkeit des Differenzgeschäftes beibehalten wollte. Es giebt aber Geschäfte, denen man ansieht, daß sie Spiele aber doch nicht legitime Geschäfte sind, so sehr selten, wie ich früher auch geglaubt habe, nicht. Allerdings kommen sie mehr in einem Verkehr vor, der weit von dem legitimen Börsenverkehr abliegt, während allerdings einer der Betheiligten immer ein Gewerbetreibender ist, den man, wenn es sich um Fondsgeschäfte handelt, Bankier nennen muß. Es kommen Fälle vor, namentlich bei Vermittelung durch Agenten, in denen direkt von dem einen Theil gesagt wird: ja, ich kann die Papiere gar nicht übernehmen. Der Andere sagt: du brauchst es nicht, es handelt sich nur um die Differenz, und auch wenn solche Aeußerungen nicht bezeugt werden, dann finden sich Zeugen im Prozeß, welche sagen: ich habe keinen Zweifel, daß die Absicht der Parteien nur darauf gerichtet gewesen ist, die Differenz zu reguliren. Also so sehr selten kommen diese Fälle relativ nicht vor. Würden Sie es nicht doch wünschenswerth finden, daß man bestimmte Geschäfte in einer Weise zu charakterisiren vermag, daß gesagt wird: wenn das Geschäft so und so beschaffen ist, dann soll, wenn der Betreffende nicht bezahlen will, der Richter den Grundsatz anwenden, daß diese Geschäfte nicht klagbar sind?

Sachv. **von Pflaum:** Ich stehe auf einem anderen Standpunkt, und ich kann mich sehr schwer dazu entschließen, diese Unsicherheit in die Rechtsprechung zu bringen. Ich

glaube auch gerade, weil ich auf einem anderen Standpunkt zur Einschränkung des Börsenspekulationsgeschäfts stehe, ist es mir vielleicht gestattet, das jetzt schon zu sagen, obgleich es zu Punkt 19 gehört. Wenn man sich auf den Standpunkt stellt, auf dem ich stehe, so meine ich, daß man die Kautelen gar nicht braucht, welche der Herr Senatspräsident eben erwähnt hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sagen, Sie wollen keine Unsicherheit in den Rechtszustand hineinbringen. Unsicher ist er auch heute schon, nämlich der neueste.

Sachv. **von Pflaum:** Ich gehe von dem Standpunkt aus, daß es eigentlich gar nicht ersichtlich ist, ob ein Zeitgeschäft ein Spekulations- oder ein Differenzgeschäft ist, und daß es auch vom Richter nicht festgestellt werden kann. Er kann in 1000 Fällen einmal vielleicht das feststellen, aber aus diesem Grunde Normen für das ganze Zeitgeschäft zu machen, halte ich für sehr gefährlich. Ich meine, man sollte diejenigen, welche Spekulationsgeschäfte machen und die nicht dazu berechtigt sind, eben von diesem Geschäft ausschließen. Dann braucht man alle diese Kautelen nicht. Die berufsmäßigen, die die Spekulation sozusagen als Gewerbe treibenden Spekulanten sollten vollständig mit den jetzigen Zuständen sich genügen lassen.

Vorsitzender: Sind Sie nicht der Ansicht, daß das in irgend einer Weise zu ergänzen ist, wie die Frage b es will?

Sachv. **von Pflaum:** Nun, ich glaube, daß man die Verleitung zum Spekuliren derjenigen, welche nicht gewerbsmäßig einen Effektenhandel betreiben, einer Strafe unterziehen sollte.

Vorsitzender: Inwiefern?

Sachv. **von Pflaum:** Ich möchte einem Gesetze das Wort reden, durch welches die Ausbeutung von Leichtsinn und Dummheit bei Verleitung zur Spekulation von Privatpersonen gegriffen wird, ohne dem legitimen Geschäft zu nahe zu treten. Die Juristen haben das in glänzender Weise im Wuchergesetz gethan. Sie werden es hier auch finden. Das ist meine Ansicht über die Sache.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn Sie sagten, diejenigen, welche nicht gewerbsmäßig spekuliren, so denken Sie sich also das Kriterum für diese Bestrafung, wonach der betreffende Verleitete kein Kaufmann sein dürfte. Der Begriff „Kaufmann" ist nun sehr weit, und es dürfte eine Grenze schwer zu finden sein. Ich habe hier eine ganze Reihe von Fällen, die sehr wenig angenehm aussehen, wo die betreffenden angeblich Verleiteten aber doch sogenannte Kaufleute waren. Es sind das unter Umständen ganz kleine Leute. Sollte man nicht lieber dieses Kriterium dabei ganz außer Betracht lassen? indem man den Schwerpunkt auf die Verleitung als solche legt, also die Bestimmung nicht auf diejenigen Geschäfte anwendet, bei welchen die Kunden in der That aus eigenem Wunsche und aus eigenem Glauben, etwas von der Sache zu verstehen, sich entweder von Anfang an herandrängen oder doch in den Spekulationen verharren. Das würde für die Gesetzgebung ganz außerordentlich schwierig sein, eine neue Unterscheidung zwischen Kaufmann und Nichtkaufmann hineinzutragen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich hatte von solchen gesprochen, welche berufsmäßig den Effektenhandel betreiben, nicht von „Kaufleuten". Ich möchte die Verleitung zur Börsenspekulation, die hauptsächlich in den letzten Jahren sich breit gemacht hat und die wohl auch meines Erachtens von den Zentren ausgeht, aber draußen eben ruinös wirkt, eingeschränkt sehen.

Vorsitzender: Würde das nicht zivilrechtliche Folgen nach sich ziehen?

Sachv. **von Pflaum:** Außer der Strafe wohl nicht.

Freiherr **von Huene:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen darauf hinweisen, daß eine Trennung der berufsmäßigen Effektenhändler, wollen wir mal sagen, und der nichtberufsmäßigen für den Juristen sehr schwer ist. Es ist schon schwer, diese Trennung in Worten auszudrücken. Ich glaube auch, daß eine solche Bestimmung sehr dehnbar sein würde. Es ist die Frage, was man mit dem formalen Ausdruck treffen will.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, wenn wir uns zunächst die Fälle vorlegen, wie sie eigentlich vorkommen und wie sie mich gerade veranlaßt haben, auf diesen Punkt Gewicht zu legen, dann wird man darüber klar: es giebt Leute, die gar nichts mit der Börse zu thun haben, seien es nun, wie es vom Herrn Senatspräsidenten eben erwähnt wurde, Kaufleute, die nichts von der Börse verstehen, oder Privatleute, welche nichts Anderes im Auge haben, als ihr Geld in Papieren solid anzulegen. Nun werden diesen von kleinen Bankiers Offerten gemacht (die die Kunden an sich reißen wollen durch vorzeitige Kuponeinlösung — das ist ein Lockmittel) und durch sogenannte Remisiers, Platzagenten von größeren auswärtigen Häusern. Die Leute haben Vertrauen zu diesen sogenannten Fachleuten. Sie gehen in Folge dessen auf alle möglichen Engagements ein, von welchen sie nicht wissen, welche Gefahr darin liegt. Der Börsenmann, der spekulirt, und der Effektenhändler wissen ganz genau, wenn ein Remisier oder ein Agent zu ihnen kommt und ihnen ein Geschäft proponirt, welches Risiko sie auf sich nehmen. Aber diese Leute wissen es nicht, und sie waren durch diese Art von Geschäften im Laufe der Jahre in sehr traurige Zustände gekommen. Ich möchte deshalb, daß es verboten wird, Jemanden zum Spekuliren zu veranlassen, der nicht berufsmäßig Effektengeschäfte macht, daß aber dieses Verbot dahin kommentirt würde, daß das legitime Geschäft nicht geschädigt wird, daß also z. B. speziell die Veröffentlichung von Prospekten, die Zirkulare, die eine Bank ausschickt oder objektive Aeußerungen auf Anfragen über die Qualität eines Papiers nicht darunter begriffen werden, oder wenn ein Privatmann zu einem Bankier kommt und fragt: was halten Sie von der Qualität des und des Papiers oder von den Zukunftchancen, dann ist der Bankier nach meiner Meinung vollständig berechtigt, auf eine Anfrage sein fachgemäßes Urtheil, soweit er es hat, abzugeben. Ich möchte aber nach dem, was uns die letzten Jahre gebracht haben, das Verleiten zum Spekuliren mit strengen Strafen geahndet sehen.

Vorsitzender: Zivilrechtliche Ungiltigkeit der Geschäfte, die mit nicht berufsmäßigen Händlern gemacht werden, würden Sie nicht befürworten?

Sachv. **von Pflaum:** Nein, das nutzt auch gar nichts.

Vorsitzender: Sind Sie auch nicht für die Ungiltigkeit der Geschäfte, welche mit Handelsangestellten abgeschlossen werden?

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, daß hier die Bestimmung getroffen werden sollte, daß man ohne Genehmigung des Chefs unter keinen Umständen Termingeschäfte mit Handelsangestellten machen darf und daß jedes Börsenorgan streng darauf halten soll, daß diese Bestimmung auch in dem Verkehrskreise, welcher ihm unterstellt ist, thatsächlich beobachtet wird. Es giebt Strafmaßregeln der Börsenorgane, welche ich für richtig halte und deren strenge Anwendung genügt.

Vorsitzender: Die Ungiltigkeit solcher Geschäfte würden Sie also nicht vorschlagen, wohl aber eine börsendisziplinarische Ahndung.

Sachv. **von Pflaum:** Disziplinarische Ahndung und strenge Strafen.

Vorsitzender: Ich glaube, das würde die Ausschließung von der Börse sein. Das wäre die strengste Strafe.

Sachv. **von Pflaum:** Gewiß, dann aber auch die Veröffentlichung. Man könnte verschiedene Grade der Strafe machen, zunächst vielleicht Ausschließung für einige Zeit. Durch die Veröffentlichung könnte man noch einwirken.

Vorsitzender: Aber giltig müssen solche Geschäfte doch bleiben?

Sachv. **von Pflaum:** Ja.

Vorsitzender: Würden Sie nicht die Ungiltigkeit von Termingeschäften befürworten, die mit solchen Leuten abgeschlossen werden, welche nicht in das Handelsregister eingetragen sind?

Sachv. **von Pflaum:** Nein, weil ich fürchte, daß hierdurch eine Unsicherheit in das legitime Börsengeschäft käme.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich verstehe vollkommen, daß Sie es perhorresziren, subjektive Kategorien von Personen zu finden, die gar nicht solche Geschäfte schließen können, obwohl uns früher gewisse Vorschläge nach dieser Richtung gemacht sind, z. B. es sollte die Berechtigung, Zeitgeschäfte wirksam zu schließen, geknüpft werden an eine Eintragung ins Handelsregister als Kaufmann, welche schon zu erfolgen hätte auf Grund der Erklärung: „ich will gewerbsmäßig solche Geschäfte machen", und an einen Zutritt zu einer Börse. Solchem Vorschlage scheinen Sie nicht geneigt zu sein?

Sachv. **von Pflaum:** Nein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es sind solche Vorschläge schon in der Literatur vorhanden. Sie wollen also einen Strafparagraphen?

Sachv. **von Pflaum:** Ja.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Nun glaube ich doch, daß, wenn ein solcher im einzelnen Falle zur Anwendung kommt, und eine solche Handlung für strafbar erklärt wird, es ein unerträglicher Zustand wäre, wenn trotz dieses strafbaren Handelns die Geschäfte giltig sein sollen, so daß, um mich drastisch auszudrücken, zwar die eine Person bestraft, aber doch der Verleitete mittelst Eintreibung der Schuld von Haus und Hof gejagt wird. Ich glaube, Sie werden sich mit der Ungiltigkeitserklärung als Ergebniß einer derartigen Bestrafung wohl befreunden müssen. Haben Sie nur Strafbestimmungen, dann wird in jedem einzelnen Falle die Strafbestimmung als Drohung angewendet werden, schon zu dem Zwecke, um auf diesem Wege zu einem Erfolge zu kommen, den man sonst nicht zu erreichen vermöchte, und das ist nicht sehr wünschenswerth, daß sich solche Fälle gar zu oft wiederholen. Ich sehe gar keinen Grund, weshalb Sie das perhorresziren.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, Herr Präsident, Sie haben mich falsch verstanden. Ich wünschte nicht für jedes Geschäft mit Privatpersonen diese Straffälligkeit.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann habe ich Sie ganz richtig verstanden. Sie wünschen einen dem Wuchergesetz analog gestalteten Paragraphen, ob er so oder so gestaltet wird, wird die Zukunft lehren, daß also diejenigen, die gewissermaßen ein Gewerbe daraus machen, den Leichtsinn oder die Unerfahrenheit eines Anderen zu Geschäften auszubeuten, bestraft werden sollen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe gesagt, daß ich in diesem Falle den Verleiter einer ganz strengen Strafe unterwerfen möchte. Ob Sie daneben auch noch eine Strafe in der Weise beschließen wollen, daß Sie ihm das Recht, zu fordern, aberkennen, ist mir ganz gleich.

Vorsitzender: Um den Begriff des gewerbsmäßigen Handels zu erfüllen, wird meistens eine Mehrheit von Geschäften vorliegen müssen. Ich glaube, die Frage könnte man dem Richter überlassen, inwieweit eine Ungiltigkeit des einzelnen Geschäfts die Folge einer Uebertretung des Verbots sein soll.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ein Sachverständiger aus Bankierkreisen war der Ansicht, daß das nicht genüge. Er verlangte, daß ein Jeder sich den Mann ansehen solle, mit dem er Geschäfte macht. Er wollte, daß ein Geschäft bereits unklagbar sein sollte, wenn ein Geschäftsmann wußte, oder bei gehöriger Aufmerksamkeit hätte wissen müssen, daß das Vermögen des Betreffenden, mit dem er das Geschäft macht, und dem es nur auf die Differenz ankommt, in einem offenbaren Mißverhältniß zu der Differenz steht, die er riskirt. Dieser Begriff geht natürlich viel weiter.

Sachv. **von Pflaum:** Jedenfalls, und dadurch wird eine Unsicherheit in den Verkehr hineingebracht, die ich nicht empfehlen möchte.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Jeder anständige Bankier, der Geschäfte macht, wird doch wohl nicht mit Jedem solche Geschäfte machen, sondern sich erst erkundigen.

Sachv. **van Pflaum:** Ich kann es mir nicht anders denken, wenn der Bankier mit einem Menschen zu thun hat, der kein Vermögen hat, was erzielt er denn da? Wenn er Verluste hat, erzielt er nichts. Man wird sich immer an die Leute heranmachen, welche eine Differenz mit Leichtigkeit bezahlen können.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist hervorgehoben worden, daß das ein sehr relativer Begriff sei. Es kann Jemand etwas haben und doch über seine Verhältnisse hinaus spekuliren. Er hat z. B. 30 000 Mark und er wird nach und nach veranlaßt, 100 000 Mark zu riskiren. Ich glaube, Sie setzen immer einen zu honnetten Geschäftsverkehr voraus, woher Sie Ihre Beispiele nehmen.

Sachv. **van Pflaum:** Man kann das wirklich zu Anfang einer Geschäftsverbindung nicht sagen. In diesem Falle hat der Verleiter nicht im Geringsten daran gedacht, daß der Mann 100 000 Mark verlieren kann. Er hat gedacht, 10- bis 20 000 Mark kann er mir bezahlen, denn sonst hätte es gar keinen Sinn, ihn zu einer Spekulation von 100 000 Mark zu veranlassen, wo er doch nur 30 000 Mark zahlen kann.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich meine, wenn Jemand nur 30 000 Mark hat, aber 100 000 riskirt und verliert, so ist die Konsequenz, daß er seine ganzen 30 000 Mark verliert, und das bedeutet für ihn sein ganzes Vermögen und nicht bloß einen Betrag, den er in angemessenem Verhältniß zu seinem Vermögen verwenden konnte, um zu spekuliren.

Sachv. **von Pflaum:** In der Praxis macht sich das nicht so, daß man da gleich 100 000 Mark riskirt. Mir ist ein Fall vorgekommen, der typisch ist. Es hatte Jemand 100 000 Mark sich erarbeitet. Er hatte ganz ökonomisch als Familienvater gelebt, und da kam ein Agent zu ihm von einer auswärtigen Bank und sagte: du bist ein dummer Kerl, daß du all dein Geld so nutzlos hinlegst. Du kannst es viel besser anlegen. Der Mann, welcher jeden Pfennig auf den anderen getragen hatte, hat die 100 000 Mark verloren und nebenbei

noch 240 000 Mark einer landwirthschaftlichen Bank, deren Kassirer er war, veruntreut. Der Mann wollte gewiß anfänglich ein ganz ehrlicher Mann bleiben, er wollte nicht defraudiren, sondern er dachte, seine 100 000 Mark seien genügend für seine Geschäfte.

Deshalb kann ich das Exempel des Herrn Präsidenten nicht als Norm für die Gesetzgebung ansehen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige ist der Ansicht, daß Termingeschäfte nur berechtigt sind, wenn sie von solchen abgeschlossen werden, die gewerbsmäßig Börsengeschäfte machen. Gleichwohl wollen Sie nicht, daß Termingeschäfte nur mit solchen Personen abgeschlossen werden dürfen, die in das Handelsregister eingetragen sind. Der Herr Sachverständige will ferner das Verleiten zu Termingeschäften unter Strafe stellen; aber es ist doch fraglich, ob es möglich ist, in der Praxis das Verleiten von dem Rathgeben zu trennen; würden z. B. die Polke'schen Fälle nicht ebenso gut unter das Verleiten wie unter das Rathgeben subsumirt werden können? Was heißt „verleiten"? Es heißt die Anregung geben. Rathgeben dagegen ist eine Beurtheilung auf eine gestellte Frage hin. Nun werden in den weitaus meisten Fällen diese kleinen Spekulanten sich sehr leicht in die Lage des Rathgebers zu setzen vermögen. Es kann einfach Jemand sagen, wie das auch Polke gethan hat: mit 10 Prozent Einschuß kann Jeder Millionär werden. Dann kommt das Publikum und fragt: welche Anlage empfiehlst du? Und dann ist der Bankier in der Lage des Rathgebers und sagt: ja, wenn du mich fragst, ich halte Fassonschmiede für das Beste. Die Leute werden sich also leicht in die Lage des Rathgebers bringen und nicht in die des Verleiters, und dadurch wird meines Erachtens eine sehr große Unsicherheit geschaffen. Ich glaube, jeder ehrliche und anständige Bankier wird sich sehr scheuen, bei einer Bestrafung jeder Verleitung ein Wort zu sprechen und einen Rath zu geben.

Wenn Sie sagen, daß das Wort „verleiten" ein außerordentlich dehnbares Wort ist, würden Sie nicht darin einen viel klareren Weg sehen, daß Sie vorschreiben, diejenigen Personen, die Ihrer Ansicht nach als gewerbsmäßig Börsengeschäfte machende zu betrachten sind und ein wirthschaftliches Recht haben, derartige Geschäfte abzuschließen, sollen sich selbst zu solchen berechtigten Personen durch die Eintragung ins Handelsregister machen; dann weiß jeder Einzige, das sind Personen, mit denen Termingeschäfte gemacht werden können, aber mit anderen nicht. Ich eigne mir den Vorschlag nicht an, aber ich muß sagen, vom Standpunkte der legitimen Börsengeschäfte aus würde ich eine derartige Bestimmung, wie Sie sie vorschlagen, für viel gefährlicher halten und das Geschäft für sehr viel mehr belastend, als die Schaffung eines solchen Börsenregisters.

Sachv. **von Pflaum:** Ich kann mich für diese Maßregel deshalb nicht aussprechen, weil ich die Freiheit des Verkehrs gewahrt wissen will und dieselbe eigentlich Niemandem nehmen will. Das wäre aber der Gedanke, wenn man eine Eintragung in das Handelsregister und eine Veröffentlichung für Personen bestimmen würde, welche sich ihren Vermögensumständen nach wohl in der Lage befinden, Zeitgeschäfte machen zu können, und dazu vollständig berechtigt sind. Was ich treffen will, ist etwas ganz anderes, ein Krebsschaden, der thatsächlich vorhanden ist, und der viel Unglück verursacht hat. Ich bin überzeugt, wenn man diesem Gedanken eine bessere Grundlage geben und das greifen kann, so thut man ein unendlich gutes Werk. Man hat seiner Zeit, als es sich darum handelte, den Wucher unter Strafe zu stellen, lange darüber gekämpft, ob man die 8 oder 10 Prozent bestrafen soll, oder ob man den Begriff „Ausbeutung von Noth und Leichtsinn" in das Gesetz aufnehmen soll; und man hat schließlich doch den Begriff genommen, und der hat sich bewährt.

Freiherr **von Huene:** Es ist gewiß den anderen Herren Mitgliedern der Kommission auch interessant gewesen, diese Mittheilungen und Aeußerungen in Bezug auf das Wuchergesetz zu hören. Die Herren aus Norddeutschland haben durchweg gemeint, es habe nicht viel genützt, während sich dagegen die Herren aus Süddeutschland dahin aussprechen, daß das Wuchergesetz wohl seinen Zweck erfüllt habe. Es ist das eine ganz eigenthümliche Erscheinung.

Sachv. **von Pflaum:** Wir können es Ihnen nach Ziffern nachweisen.

Freiherr **von Huene:** Dann wollte ich den Herrn Sachverständigen noch fragen, ob nicht schon ein für alle Mal eine Präsumtion zur Verführung dann anzunehmen sein wird, wenn durch Reisende zu dem Geschäft angeregt wird.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube nicht, daß diese Voraussetzungen genügen, um den Fall der Verleitung annehmen zu können. Es giebt noch andere Einrichtungen, die auch schädlich wirken, und das sind — ich habe das Wort schon einmal erwähnt — die sogenannten Remisiers. Es haben größere Bankfirmen der Hauptbörsenplätze Agenten an den größeren Plätzen. Diese Institution ging von Paris aus. In Paris nennt man sie Remisiers, weil diese Leute eine Remise der Courtage und Provision bekommen. Diese Agenten verschaffen sich Aufträge für die betreffenden Kommissionshäuser, und das ist oftmals der Ruin für viele Leute gewesen. Die Agenten gehen von A bis Z und machen ihre Propositionen, auf Grund deren dann Börsenaufträge ertheilt werden.

Freiherr **von Huene:** Bezieht sich das Beispiel, was Sie erwähnten, nur auf Termingeschäfte oder auch auf Kassageschäfte?

Sachv. **von Pflaum:** Da ist gar kein Unterschied. Ich weiß nicht, ob der Betreffende belastet oder kreditirt ist, oder ob nur Zeitgeschäfte gemacht werden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Bedenken, welche Herr Geheimrath Gamp so beweglich schilderte, lassen sich meines Erachtens auch gegen das Wuchergesetz geltend machen vom Standpunkt des reellen Darlehnsgeschäfts aus, und der Herr Sachverständige aus Königsberg wird es mir eventuell bestätigen können, daß wir einen Fall in Königsberg gehabt haben, in dem die betreffende Kategorie des Wuchergesetzes auf ein Geschäft ausgedehnt worden ist, welches doch eigentlich ganz anderer Art war.

Vorsitzender: Ueber die Prämiengeschäfte haben Sie sich schon geäußert, Sie halten die nicht für besonders schlimm. Strafbestimmungen gegen den Differenzhandel würden Sie auch nicht vorschlagen?

Sachv. **von Pflaum:** Nein.

Vorsitzender: Wir kämen dann zu der Frage, ob das Termingeschäft das Publikum in erheblichem Maße zu Spekulationen verleitet.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, daß das Termingeschäft nicht mehr als das Kassageschäft das Publikum, d. h. Privatpersonen zu Spekulationsgeschäften veranlasse.

Vorsitzender: Spekulationsgeschäft ist ein schwankender Begriff; es kann ein ganz legitimes Börsengeschäft sein.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube, der Begriff „spekuliren" läßt sich dahin feststellen, sofern man nicht mit eigenem Gelde Geschäfte macht, ist es eine Spekulation.

Vorsitzender: Das Wesen des Handels ist Spekulation. Das ist doch an sich etwas Erlaubtes?

Sachv. **von Pflaum:** Der Handel auf Kreditbasis! Gewiß ist derselbe gestattet.

Vorsitzender: Dann müssen wir uns eben Mühe geben, eine Formulirung zu finden.

Sachv. **von Pflaum:** Ich glaube nicht, daß dies unsere Aufgabe ist. Wir sind nur da, unsere Erfahrung zu äußern und unsere Anschauungen darzulegen.

Vorsitzender: Sie machten vorhin den Vorschlag, daß nur diejenigen, die berufsmäßig solche Geschäfte betreiben, dazu berechtigt sein sollen. Darauf wird man aber den Thatbestand kaum zuschneiden können, weil es uns an Merkmalen fehlt, um zu entscheiden, wer immer damit zu thun hat.

Sachv. **von Pflaum:** Das ist eigentlich Jeder, der Börsenhändler ist oder als Bankier berufen ist, Börsengeschäfte zu machen. Darunter ist der kleine Kaufmann nicht begriffen; der hat nichts an der Börse zu thun.

Vorsitzender: Aber es giebt einen ganz legitimen Privathandel.

Sachv. **von Pflaum:** Da kann man doch immer nicht von berufsmäßigem Handel sprechen.

Vorsitzender: Es ist eine sehr schwere Frage. Wir werden Ihre Andeutungen zu verwerthen suchen. Wir kämen dann zu der Frage der Erhöhung der Börsensteuer.

Sachv. **von Pflaum:** Die halte ich nicht für gerechtfertigt. Herr Graf Arnim hat vorhin gefragt, ob die Börsensteuer das Geschäft eingeschränkt hätte. Darauf erlaube auch ich mir zu erwidern, daß allerdings eine Verminderung des Geschäfts in Folge der Steuergesetzgebung nicht eingetreten ist, wie man Anfangs befürchtet hatte.

Das ist unbestritten. Erstens hat sich der ganze wirthschaftliche Verkehr überhaupt wesentlich gesteigert und demgemäß auch der Börsenumsatz mit der allgemeinen Steigerung sich erhöht, außerdem haben die ausländischen Staaten ihre Steuer seitdem analog dem Deutschen Reich erhöht, und auch die Befürchtung ist nicht eingetreten, welche man damals hegte, daß ein Theil des Geschäfts in fremde Länder übergehen würde.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ist die Steuer in anderen Ländern höher als bei uns?

Sachv. **von Pflaum:** Nein, sie ist nicht höher. Sie ist in Frankreich etwas niedriger, in Oesterreich ebenso hoch, wie bei uns.

Vorsitzender: Da die Zeit abgelaufen ist, müssen wir die Vernehmung der Sachverständigen schließen. Ich bitte Sie, sich pünktlich morgen 10 Uhr wieder einzufinden.

(Schluß nach 5 Uhr.)

Dreiundzwanzigster Verhandlungstag.

(Sechsundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Mittwoch, den 29. Juni 1892

Vormittags 10 Uhr.

Vorsitzender: Meine Herren! Wir hatten die beiden ersten Herren Sachverständigen schon über die Frage des Terminhandels gehört. Ich bitte nun Herrn Dr. Simon aus Königsberg, seine Ansicht darüber zu äußern.

Sachv. Dr. **Simon:** Auch ich habe den großen Wunsch, daß es möglich sein möge, das Privatpublikum vor den Folgen des Börsengeschäfts zu schützen, aber nach demjenigen, was bisher nach dieser Richtung hin vorgebracht ist, glaube ich nicht, daß man sich Erfolge versprechen kann.

Vorsitzender: Die Mittel werden wir nachher berühren. Wollen Sie sich zunächst allgemein darüber äußern, ob ein wirthschaftliches Bedürfniß für den Terminhandel vorliegt?

Sachv. Dr. **Simon:** Das wirthschaftliche Bedürfniß ist absolut gegeben für das Waarengeschäft sowohl wie für Effekten. Wir selbst in Königsberg haben den Terminhandel nur in russischer Valuta. Im Uebrigen bin ich aber über das ganze Geschäft informirt, weil von Königsberg aus nach Berlin in gewissem Umfang Termingeschäfte gemacht werden.

Vorsitzender: Zu welchem Zweck dienen die Effektentermingeschäfte? Dienen sie nur der kaufmännischen Spekulation?

Sachv. Dr. **Simon:** Zum Theil zur Kapitalsanlage, zum Theil zur Kurssicherung, zum größeren Theil allerdings nur zur Spekulation.

Vorsitzender: In der russischen Valuta hat das Termingeschäft in Königsberg wohl eine erhebliche Ausdehnung?

Sachv. Dr. **Simon:** Es hat eine bedeutende Ausdehnung und entspringt einem dringenden Bedürfniß, weil unser ganzes Waarengeschäft auf russischer Valuta basirt, der Flachshandel, Holzhandel, Getreidehandel, weshalb unsere Kaufleute genöthigt sind, Termingeschäfte in russischer Valuta zu machen.

Vorsitzender: Und die Nachtheile?

Sachv. Dr. **Simon:** Von den Nachtheilen scheint mir nach meiner Ansicht nur ein einziger zu sein, der mit dem Terminhandel besonders verbunden ist, die Schwänze. Die allein kann beim Kassageschäft nicht vorkommen.

Vorsitzender: Bei Effekten ist uns von den Berliner Sachverständigen gesagt worden, sei eine Schwänze noch nicht vorgekommen.

Sachv. Dr. **Simon:** In ostpreußischen Südbahnaktien hatten wir auch einmal eine Schwänze.

Vorsitzender: Das ist interessant! Wann mag das wohl gewesen sein?

Sachv. Dr. **Simon:** Im Jahre 1886 oder 1887.

Vorsitzender: Wie groß ist das Kapital der ostpreußischen Südbahn?

Sachv. Dr. **Simon:** Mit den Prioritätsaktien 27 Millionen.

Vorsitzender: Das wäre also ein Fall der Schwänze in Effekten. Sind Sie der Meinung, daß mit dem Terminhandel große Preisschwankungen verbunden sind?

Sachv. Dr. **Simon:** Die sind ja zweifellos beim Kassageschäft größer als beim Terminhandel, weil dieser ohne Zweifel ausgleichend wirkt.

Vorsitzender: Das wäre also gerade ein Vortheil des Terminhandels!

Sachv. Dr. **Simon:** Das ist ein ganz zweifelloser Vortheil.

Vorsitzender: Liegt aber nicht im Terminhandel eine größere Verlockung des Publikums zum Börsenspiel?

Sachv. Dr. **Simon:** Die ist meines Erachtens beim Terminhandel in der That größer. Ich stehe da auf dem Standpunkt des Herrn Kommerzienrath Weidert, welcher sagt, daß weniger Geld aufgewendet zu werden braucht, infolgedessen wird die Spekulation erleichtert. Andererseits stehe ich auf dem Standpunkt, daß ich meine: Wenn eine Einschränkung des Termingeschäfts herbeigeführt würde, so würde sich die Spekulation sofort auf Kassageschäfte mit Lombardirungen werfen und die Einschränkung würde nichts nützen. Wie jetzt die Verhältnisse liegen, wo der Terminhandel nicht eingeschränkt ist, so liegt im Terminhandel eine Erleichterung der Spekulation. Im Uebrigen aber halte ich den Terminhandel für einen erheblichen Vortheil. Erstens das ausgleichende Moment, das ist bereits erwähnt worden, und dann überhaupt die Möglichkeit, zu jeder Zeit ein Papier realisiren zu können, ohne daß man einen erheblichen Einfluß auf den Kurs ausübt. Bei Effekten, wo nur Kassaumsätze stattfinden, ist es sehr oft Monate hindurch nicht möglich, ein Papier zu verkaufen, und muß sich ein gutes Papier, wenn man es zu einer bestimmten Zeit absetzen will, oft ein sehr erhebliches Damno gefallen lassen. Das kommt beim Terminhandel nicht vor. Ferner liegt darin ein Vortheil, daß erheblich größere Kreise von Interessenten beim Terminhandel betheiligt sind. Dadurch findet eine größere Kontrole statt. Auch sind die Spekulanten aufmerksamere und interessirtere Leute als in der Regel die Kapitalisten.

Vorsitzender: Halten Sie den Terminhandel auch in Industriepapieren für vortheilhaft?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich sehe nicht ein, warum man irgend einer Gruppe von Papieren diese Vortheile des Terminhandels prinzipiell verwehren will.

Vorsitzender: Gilt das auch von Bergwerkspapieren?

Sachv. Dr. **Simon:** Auch von Bergwerkspapieren. Für den Besitzer von Laura ist es ein großer Vortheil, in jedem Moment das Papier ohne großen Verlust verkaufen zu können.

Vorsitzender: Würden Sie ein Mindestkapital verlangen?

Sachv. Dr. **Simon:** Das wird sich unter allen Umständen von selbst als nothwendig erweisen, daß bei allen Unternehmungen, in deren Aktien Terminhandel stattfinden soll, ein erheblich großes Kapital vorhanden ist. Jeder halbwegs verständige Spekulant wird sich auf den Terminhandel in einem Papier nicht einlassen, von dem nur wenig existirt. Da ist die Gefahr der Schwänze zu groß. Ist das einmal vorgekommen, so wird sich die Spekulation von diesem Papier zurückziehen. Ich glaube zwar nicht, daß sich bestimmte Grenzen geben lassen. Ich bin aber andererseits der Ueberzeugung, daß nur große Unternehmungen mit großen Kapitalien zum Terminhandel übergehen dürfen. Eine bestimmte Grenze läßt sich aber nicht geben. Von einzelnen Herren sind 20 Millionen verlangt worden. Ich halte es aber für bedenklich, eine Summe zu fixiren.

Vorsitzender: Einzelne der Herren Sachverständigen haben sich für 6—8 Millionen ausgesprochen. Sie wollen als Grundsatz festhalten, daß es ein großes Kapital sein soll?

Sachv. Dr. **Simon:** Das nehme ich an; denn ich bin überzeugt, daß der Terminhandel in einem kleinen Kapital sich von selbst verbietet.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Von den Darlegungen des Herrn Sachverständigen interessirt mich vorzugsweise ein Punkt. Er sagt: es wäre ein Vortheil des Terminhandels, daß alle Unternehmungen durch das spekulirende Publikum kontrolirt würden. Das ist eine Auffassung, die von der der früher vernommenen Sachverständigen erheblich abweicht. Viele Sachverständige sind der Ansicht, daß in der Betheiligung des Privatpublikums ein Nachtheil des Terminhandels liegt, und zwar nach zwei Richtungen hin, nämlich einerseits, daß die Transaktionen im Waarenverkehr beeinflußt werden können und thatsächlich auch beeinflußt werden von der Spekulation in dem betreffenden Effekt, daß niedrige Angebote in den betreffenden Fabrikaten gemacht werden, um die Baissespekulation zu unterstützen, und daß Baissespekulationen unter Umständen dazu führen, niedrige Offerten anzunehmen. Dann wird auch auf das Bedenken aufmerksam gemacht, daß die Transaktionen der Börse oft das Verhältniß zwischen Arbeitgebern und Arbeitern gestört hätten; man hat die Erfahrung gemacht namentlich beim Bergarbeiterstreik, daß Arbeiter unter Berufung auf die günstige Kursentwicklung in Bergwerksaktien, und darauf, daß in allen Börsenorganen die Lage des Geschäfts als eine überaus günstige bezeichnet sei, mit hohen Forderungen an die Arbeitgeber herausgetreten wären, die unberechtigt gewesen, weil die Auffassung der Spekulanten mehr die Verhältnisse der Zukunft im Auge habe und nicht die Verhältnisse der Gegenwart ins Auge fasse. Das wird als ein schwerer Mißstand hervorgehoben, daß die Spekulation dazu dient, das Verhältniß zwischen Arbeitgeber und Arbeiter ungünstig zu beeinflussen. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, daß er seine Ansicht, es wäre ein Vortheil, daß die Unternehmungen durch die Spekulanten kontrolirt werden, auch unter diesem Gesichtspunkt darlegt. Im Allgemeinen wird man doch annehmen müssen, daß die Spekulanten über die wirkliche Sachlage z. B. in der Kohlenindustrie und über die Möglichkeit der Entwicklung weniger informirt sein werden, als die Direktoren und die im Geschäftsleben stehenden Personen. Ich würde bitten, uns mitzutheilen, ob der Herr Sach-

verständige spezielle Erfahrungen auf diesem Gebiete gemacht hat?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich kann mir sehr gut denken, daß es den Direktaren unbequem ist, wean die Börse über den Betrieb ihres Unternehmens Kombinationen anstellt. Ich weiß auch, daß wiederholt darauf hingewiesen wurde, daß die hahen Preise, die für Aktien gezahlt wurden, die Arbeiter selbst angetrieben haben, höhere Forderungen zu stellen. Die hahen Preise der Aktien sind aber doch nur ein Reflex der wirthschaftlichen Verhältnisse. Wenn auch Alles ganz geheim bliebe, sa würde spätestens bei der Bilanz zu Tage treten, daß die Gesellschaft gut gearbeitet hat. Bei der heutigen Entwicklung der Presse und des Verkehrs läßt sich aber nichts unterdrücken. Wenn z. B. für Kohle höhere Preise gezahlt werden, sa wissen das die Arbeiter eben sa gut als die Börse. Die Börse bringt es zum Ausdruck in dem Kurse der Aktien, der Arbeiter ersaßt es, indem er sagt: Ihr bekommt für die Kohle sa und so viel, an der Börse wird so und sa viel für die Aktien gezahlt; Ihr müßt meinen Lohn erhöhen. Das wird man doch ohne Weiteres zugeben können, daß, wenn es sich in Folge des Terminhandels um die Interessen van 40 000 Menschen handelt, mehr Augen auf die Entwicklung eines Unternehmens achten, als wenn es nur 2 000 sind. Die Spekulanten sind eben so gut informirt wie die Direktoren der Gesellschaft, sie verfalgen mit dem allergrößten Spürsinn jede kleinste Bewegung und das kommt dann in den Kursen zum Ausdruck.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich habe mich dann nicht genau ausgedrückt. Es handelt sich darum, daß die Kohlenpreise noch nicht gestiegen waren. Wenn die Arbeiter ihre Forderungen nach dem Kohlenpreise bemessen hätten, so wäre das durchaus berechtigt gewesen; wenn die Kahlenpreise gestiegen, sa wäre auch ihre Farderung auf Lohnerhöhung oon ihrem Standpunkte aus berechtigt gewesen. Der Fehler liegt aber darin, daß die Kohlenpreise nicht gestiegen waren, daß aber die Spekulanten, die zukünftigen Preisverhältnisse eskamptirend, eine wesentliche Kurserhöhung der Bergwerksaktien hatten eintreten lassen. Für 1889 hatten die Zechen noch zu den billigeren Preisen die Kahlen abgeschlossen. Sie waren nicht in der Lage, höhere Löhne zahlen zu können. Die damaligen Kurstreibereien — das ist van vielen Seiten hervargehaben, — waren in graßem Umfange auf die Betheiligung des Privatpublikums zurückzuführen. Nun wird man dach das Priaatpublikum nicht als irgendwie sachoerständig für die Beurtheilung dieser Verhältnisse annehmen können. Das geht schan daraus hervor, daß wir bei keinen Werthen sa aft wiederkehrende und sa kolassale Schwankungen haben wie bei den industriellen. Die Kohlenbergwerkspapiere sind in einem Jahr um 50, 60, 80, 100 Prozent heraufgegangen. Das hat die Spekulatian bewirkt, und das beweist, daß das Publikum diese Verhältnisse nicht annähernd sa gut zu beurtheilen vermag, wie die Leute, die im Geschäftsleben stehen. Wenn Sie heute einen Privatmann fragen, wie sich die Entwickelung des Kahlenmarktes stellen wird, sa wird er nur eine wenig zuverlässige Antwort geben können, wenn er nicht ganz besondere Erfahrungen gemacht hat. Darum halte ich die gegen die Spekulation in solchen Papieren hervargehobenen Bedenken nicht für ungerechtfertigt. Es kammt noch ein Bedenken hinzu. Es ist in jenen Zeiten oft die Behauptung aufgestellt, daß die Börsenspekulanten Emissäre hingeschickt hätten in die Streikgebiete, um dart einen Einfluß auf

die Arbeiter auszuüben und sie zum Ausstand zu veranlassen. Wenn diese Thatsache auch nicht richtig ist, so ist doch thatsächlich mit solchen Gerüchten viel operirt und diese Gerüchte haben bereits großen Schaden angerichtet, da man sich den Fall doch denken kann, daß einer, der großartige Spekulationen macht, ein erhebliches Interesse an einem Streik, an einer Beeinträchtigung der natürlichen Preisentwicklung haben kann.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube, da Herr Geheimrath Gamp das Jahr 1889 angeführt hat, daß die Zechen nicht zu einem niedrigen Preise abgeschlossen, sondern daß die Abschlüsse auf spätere Lieferung bereits zu einem hohen Preise gemacht waren. Solche Abschlüsse aber sind gerade maßgebend für die Börse, und das findet — vielleicht übertrieben — seinen Ausdruck in den Forderungen der Arbeiter. Daß Börsenspekulanten etwa zum Streik antreiben, das halte ich für ausgeschlossen. Das riskirt Niemand. Das kann nur eine Phantasie sein, die sich Jemand macht, die aber thatsächlich nicht vorkommt.

Vorsitzender: Nun macht Herr Geheimrath Gamp geltend, daß die Spekulantenkreise nicht aus sachverständigen Leuten bestehen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich bin gerade der Meinung, daß die Spekulanten eine scharfe Beobachtungsgabe haben und nach ihren Beobachtungen den Kurs beeinflussen. Alle Abschlüsse, die gemacht sind, werden in der Presse mitgetheilt und daraus Berechnungen gezogen, so daß eine Kontrole sehr gut möglich ist. Ich denke dabei natürlich nicht daran, daß jeder, der an der Spekulation betheiligt ist, als Kontraleur fungirt, aber gerade die Spekulanten der Börse, die sind allerdings solche, die die Verhältnisse sehr genau kontroliren.

Vorsitzender: Sie meinen, die Spekulation hat durchschnittlich ein richtiges Urtheil?

Sachv. Dr. **Simon:** Ja, ein den jeweiligen thatsächlichen Verhältnissen entsprechendes richtiges Urtheil.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es kommen doch nicht blos die Spekulanten der Börse in Betracht! Es ist von verschiedenen Sachverständigen hervorgehoben worden: Die Kursentwickelung richtet sich ganz überwiegend nach den momentanen Verhältnissen; die dauernde Rentabilität eines Unternehmens drückt sich weniger in dem Kurs aus, als vielmehr die momentane Lage des Geschäfts, ganz unabhängig von den Chancen, die die weitere Entwickelung des Unternehmens hat.

Sachv. Dr. **Simon:** Dauernde Urtheile sind bei unseren schnell wechselnden Verhältnissen überhaupt nicht zu gewinnen. Die Börse eskomptirt stets die nächste Zukunft, nicht den gegenwärtigen Moment. Das haben wir bei der russischen Valuta gesehen. Es verlautete, daß eine Aufhebung des Ausfuhrverbots erfolgen sollte; das ist etwa 10 mal vorgekommen und hat stets stimulirend gewirkt. Als die Aufhebung erfolgte, da wirkte es auf die Börse so, als ob garnichts vorläge. Der Grund liegt eben darin, daß die Börse stets die Zukunft eskomptirt.

Vorsitzender: Finden Sie darin nicht eine bedenkliche Erscheinung, daß man unter der großen Anzahl von Industriepapieren für den Ultimohandel gerade solche ausgesucht hat, bei denen diese großen Schwankungen stattfinden?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube, daß, wenn ein Papier in sehr großem Betrag vorhanden ist, gleichzeitig das Verlangen sich geltend macht, einen größeren Inter-

essentenkreis dafür zu gewinnen. Das war z. B. bei der Kapitalserhöhung der Harpener der Fall. Da hatte man das Bedürfniß, einen größeren Interessenkreis zu gewinnen, und da ist der Terminhandel das Mittel dazu, das zu erreichen.

Vorsitzender: Wie ist es bei Bankaktien?

Sachv. Dr. **Simon:** Da zeigt sich ganz dasselbe.

Vorsitzender: Sie finden darin auch einen Nutzen, daß eine Menge Leute den Gang des Unternehmens beobachten und kontroliren?

Sachv. Dr. **Simon:** Im großen und ganzen bin ich der Meinung, daß es ein Vortheil, daß möglichst viele den Verwaltungen auf die Finger sehen.

Vorsitzender: Die Schwankungen sind mitunter auch der Ausdruck der Gesammtanschauung über die wirthschaftliche Lage.

Sachv. Dr. **Simon:** Das trifft die anderen Papiere auch und zwar mehr noch als die Terminpapiere, weil bei diesen durch die Spekulation der Baissiers und Haussiers eine Ausgleichung stattfindet.

Vorsitzender: Dann werden Sie auch nicht glauben, daß man staatliche Behörden einsetzen muß, um von deren Genehmigung den Terminhandel abhängig zu machen?

Sachv. Dr. **Simon:** Das meine ich bestimmt nicht. Das wäre staatlicherseits eine gewisse Protektion für gewisse Papiere, während der Staat doch keine Garantie für ein Papier übernehmen darf.

Vorsitzender: Auch nicht in der Form, daß der Staat ein Veto einlegen könnte? Das würden Sie auch nicht wollen?

Sachv. Dr. **Simon:** Nein, auch das nicht.

Vorsitzender: Der Staat soll also nicht in der Lage sein, den Terminhandel mit bestimmten Papieren zu verbieten?

Sachv. Dr. **Simon:** Dann würde der Erfolg sein, daß derjenige, der Börsenspiele machen will, sich in Folge dessen auf andere Papiere wirft und daß dann das Spiel in denjenigen Papieren, die übrig bleiben, noch viel größer würde.

Vorsitzender: Dann kommen wir zu den verschiedenen Vorschlägen, welche zur Einschränkung des Börsenspiels gemacht werden, zu Nr. 7. Zunächst, giebt es Merkmale, wonach sich der reelle Terminhandel von dem bloßen Differenzgeschäft unterscheidet?

Sachv. Dr. **Simon:** Merkmale giebt es bestimmt nicht. Die Judikatur, die nach dieser Richtung entschieden hat, führt meiner Ueberzeugung nach zu einer großen Willkür und ungleichmäßigen Behandlung der einzelnen Fälle. Das Wort „Differenzgeschäft" hat einen sehr üblen Klang, und wenn solche Geschäfte von Leuten ohne Kenntniß und ohne genügende Mittel in einem Umfange, der für ihren Etat störend werden kann, gemacht werden, dann finde ich es im allerhöchstem Maße verwerflich. Indessen das ist doch für jedes Handelsgeschäft charakteristisch, daß man auf eine Differenz herauskommen will. Wer eine Waare kauft, will sie theurer verkaufen, um eine Differenz zu bekommen. Der Fabrikant geht auf die Differenz hinaus zwischen seinen Kosten und dem, was er erlöst. Selbst die Herren Besitzer sehen bei ihren Unternehmungen auch darauf, daß sie schließlich als Jahresbilanz einen Ueberschuß haben. Und doch, das Wort „Differenz" hat einen schlechten Klang. Aber ist es denn

richtig, überhaupt zu sagen, daß derjenige, der lediglich auf eine Differenz hinauswill, etwas Verwerfliches beabsichtigt? Dieser Wunsch entspricht der Natur jedes Geschäfts und ist schließlich der eigentliche Begründer jedes gewerblichen Unternehmens.

Freiherr **v. Huene:** Der Herr Sachverständige wird zugeben, daß die Differenz, die wir hier im Auge haben, doch etwas anderes ist; daß man etwas verdienen will, nämlich die Differenz, das ist richtig, das ist das Streben aller, daß sie mehr bekommen, als was sie ausgelegt haben. Aber es ist doch zweifellos ein großer Unterschied in jenen Geschäften, wo eine Waare auf den Markt kommt und zwischen bloßen Differenzgeschäften, wo der Name der Waare das bloße Aushängeschild ist. Nun meint der Herr Sachverständige: Diese letzteren Geschäfte kann ich nicht unterscheiden von dem reellen Geschäft. Ich glaube doch, daß der Herr Sachverständige in der Lage sein würde, wenn er in bestimmte einzelne Geschäfte hineinsteigt und die besonderen Umstände dabei prüft, sagen kann, ob es ein reines Differenzgeschäft ist oder ein reelles Geschäft und daß er vielleicht zugeben wird, daß bei solchen Differenzgeschäften Mißstände hervortreten und daß eine Ahndung möglich ist.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich will durchaus nicht leugnen, daß es möglich ist, in einem bestimmten Fall sich ein bestimmtes Urtheil zu bilden. Ich glaube nur, daß man prinzipiell einen wirklichen Unterschied nicht aufstellen kann. Ein Unterschied, wie ihn Herr Freiherr von Huene hervorgehoben hat, ist gewiß vorhanden, aber der Unterschied zwischen Kaufmann und Landwirth ist der: der Landwirth erreicht seine Differenz erst, nachdem er umfangreiche Produktionsmaßregeln vorgenommen hat; der Kaufmann kommt sehr viel schneller zum Ziel, und je schneller und direkter, um so besser. Zum Beispiel er kauft eine schwimmende Ladung und verkauft sie, bevor sie angekommen ist, und zieht lediglich die Differenz. Oder setzen wir den Fall einer Spekulation in russischer Valuta. Es hat Jemand auf Grund von Berichten die Ueberzeugung gewonnen, daß Rußland eine schlechte Ernte haben werde und verkauft demzufolge auf Zeit russische Valuta, um bei dem von ihm erwarteten Coursrückgange eine Differenz zu seinen Gunsten zu erzielen.

Ich kann das nicht für eine illegitime Sache halten. Solch eine Spekulation setzt eine genaue Kenntniß und eingehendes Studium voraus, um die Chancen wahrzunehmen.

Vorsitzender: Es besteht allerdings ein Begriffsunterschied zwischen Differenz- und Kaufgeschäften. Bei letzteren liegt die Absicht zu Grunde, eine Waare aus einer Hand in die andere gehen zu lassen. Das Differenzgeschäft findet man deshalb verwerflich, weil diese Absicht nicht vorhanden ist, sondern lediglich die Erlangung der Differenz beabsichtigt und mindestens stillschweigend vereinbart wird. Ein innerer Unterschied besteht doch in der That?

Sachv. Dr. **Simon:** Gewiß besteht ein Unterschied. Aber der Betreffende, der die Waare in die Hand bekommt, geht auch nur auf die Differenz aus.

Vorsitzender: Im schließlichen wirthschaftlichen Resultat kommt es also auf dasselbe hinaus?

Sachv. Dr. **Simon:** Ja. Jeder wünscht sich, auf dem kürzesten Wege die Differenz zu bekommen.

Vorsitzender: Wenn ich recht verstanden habe, so nehmen Sie an, daß sich keine Unterscheidungsmerkmale finden lassen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich bin der Meinung, daß sie sich nicht finden lassen. Ich halte es auch nicht für wünschenswerth, solche Merkmale zu konstruiren, weil ich nicht finde, daß schon allein die Thatsache, daß jemand auf eine Differenz hinaus will, an sich verwerflich ist.

Vorsitzender: Es ist immerhin etwas anderes, ob man indirekt auf eine Differenz hinaus will oder ob als Inhalt der beiderseitigen Obligationen lediglich die Zahlung der Differenz erscheint. Für die Juristen ist das sehr wohl erkenntlich.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich halte es für unberechtigt zu sagen: auch wenn das Kriterium des Spiels und der Wette nicht vorliegt, muß ich es konstruiren, um aus einem gewissen Sentiment den Leuten, die unglücklich gespielt haben, zu helfen. Das kann ich für meine Person nicht für richtig finden.

Vorsitzender: Die jetzige Gerichtspraxis läßt den Einwand des Differenzspiels zu.

Sachv. Dr. **Simon:** Sobald diese Judikatur in Fleisch und Blut übergegangen ist, wird sich der Spekulationshandel ganz gewiß auf Kassageschäfte werfen und diese Sachen der Judikatur wieder entwinden. Ich glaube nicht, daß man auf die Dauer Erfolg haben wird, sobald eine derartige Auslegung der Rechtsprechung in das Bewußtsein weiterer Kreise eingedrungen ist. Auch die österreichische Gesetzgebung läßt den Einwand des Spiels nicht mehr zu.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur bezüglich der österreichischen Gesetzgebung erwähnen, daß wiederholt darauf exemplifizirt worden ist, daß diese den Einwand des Spiels nicht mehr zulasse; das ist nach meinen Informationen nur für diejenigen Geschäfte, die an der Börse geschlossen sind, richtig.

Vorsitzender: Das ist richtig. Das gilt nur bei der Entscheidung von Rechtsstreitigkeiten aus Börsengeschäften.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Für Geschäfte, die mit Privatleuten geschlossen werden, wenigstens soweit das Verhältniß zwischen Kommittenten und Kommissionär in Frage kommt, wäre auch nach der österreichischen Gesetzgebung der Einwand des Spiels zulässig.

Sachv. Dr. **Simon:** Wenn jemand einen andern beauftragt, ein Börsengeschäft zu machen, so muß ich annehmen, daß es auch für ihn ein Börsengeschäft ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es kommt doch wohl darauf an, ob der Betreffende in eigenem Namen kontrahirt. Wenn der Kommissionär in eigenem Namen kontrahirt, so würde er gegenüber dem Gegenkontrahenten verpflichtet sein. Wenn ich aber einen Auftrag an ein Bankhaus gebe, irgend etwas für meine Rechnung zu kaufen, und das Bankhaus giebt den Auftrag weiter, nach Berlin, so bekomme ich eine Schlußnote von dem Provinzialbankhaus. Dieses Geschäft ist jedenfalls nicht an der Börse abgeschlossen worden.

Vorsitzender: Wenn eine Kontokurrentverbindung zwischen dem Kommittenten und dem Kommissionär besteht, so läuft das schließlich meistens nur auf diese Zahlung der Differenz hinaus. Aber Fälle, in denen blos diese Zahlung vereinbart worden ist, sind mir nicht bekannt geworden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es sind neuerdings Fälle bekannt geworden, in welchen österreichische Gerichte gesagt haben sollen, daß, wenn bei Nichtbörsengeschäften

vereinbart worden, es solle nur die Differenz beglichen werden, hier nach wie vor der Einwand der Unklagbarkeit stattfinde. Ich weiß das nur aus Zeitungen. Irgend eine konstante Praxis kenne ich nicht, am allerwenigsten eine in dem Sinne, daß für das Verhältniß des Privatmanns als Kommittenten zum Kommissionär der Einwand verbleibe, soweit der Kommissionär nicht selbst den Auftrag an der Börse ausgeführt habe. Die Frage, welche Wirkung der Einwand des reinen Differenzgeschäfts auf ein vorhandenes Kommissionsverhältniß hat, ist auch bei uns nicht ohne Komplikation. Die Fälle, in denen der Einwand durchgegriffen hat, waren meistens solche, in welchen der Kommissionär als Selbstkontrahent aufgetreten war. Ist zwar den Worten nach ein Kommissionsauftrag gegeben oder doch gewollt, daß der Eine dem Anderen nur Differenz zahlen solle, so wird man prima facie annehmen dürfen, daß eben etwas anderes gar nicht geschehen, also überhaupt kein Auftrag ausgeführt werden solle, dieser nur zum Schein ertheilt sei. Das Ergebniß würde aber auch bei uns kein anderes sein, wenn in der That ein Auftrag zum Abschluß eines Geschäfts mit einem Dritten ertheilt worden wäre, letzteres aber eben ein reines Differenzgeschäft sein sollte. Denn dann wäre der Auftrag zu einem ungültigen Geschäft ertheilt, aus dem, soweit der Kommissionär dem Dritten nichts zu zahlen brauchte, derselbe auch keinen Erstattungsanspruch hätte. Diese Auffassung würde aber gerade für Oesterreich unrichtig sein und deshalb glaube ich nicht, daß dort der Einwand des reinen Differenzgeschäfts für das Kommissionsverhältniß noch eine irgend erhebliche Bedeutung hat. War aber die Absicht, der Kommissionär sollte mit dem Dritten ein effektives Geschäft machen, so müßte auch bei uns, wenn auch zwischen Kommittent und Kommissionär abgemacht wäre, zwischen ihnen sei nur die Differenz zu begleichen, der Einwand des reinen Differenzgeschäfts fallen. Wenn ich mit jemand abmache: „Du sollst ein Handelsgeschäft für meine Rechnung an der Börse machen, aber die gegenseitigen Ansprüche aus dieser Auftragsausführung werden im Wege der Differenzherauszahlung beglichen,“ so ist dies ein durchaus ernsthaftes, gültiges Geschäft. Die ganze Sache ist natürlich mallusfenhaft. Sie haben nun selbst gesagt, daß Sie anerkennen müssen, daß auf diesem Gebiete höchst odiöse Geschäfte vorkommen. Dann lohnt es sich doch, nach Merkmalen zu suchen, um diese Geschäfte zu hindern, sie so zu charakterisiren, um dann die Unklagbarkeit daran zu knüpfen.

Sachv. Dr. **Simon:** Das wäre ja wünschenswerth, wenn die Gesetzgebung dazu in der Lage ist. Aber ich bin überzeugt, wir werden nur einen Kautschukparagraphen bekommen, der das Denunziantenthum zur Folge haben wird. Wer einen Rath ertheilt, von dem wird man schon annehmen, daß er zum Spiel verleitet hat.

Eine Grenze wird kaum zu ziehen sein. Ich glaube nicht an irgend einen Erfolg. Ich bin ferner der Meinung, daß es unmoralisch ist, wenn der Kommittent, der Geld verdient, das einfach einsteckt, aber wenn er verliert, Einwände macht. Man würde dann auch den Kommissionär verantwortlich machen müssen, wenn der Kommittent Geld verdient hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Man muß doch sagen, solche Mißbräuche sind vorhanden, und wenn neuerdings die Judikatur versucht, dem entgegenzutreten — es mag ja unsicher sein, aber man hat doch nichts besseres Positives bis jetzt in Vorschlag gebracht — so ist dies doch in gewissem Sinne ein Vortheil. Freilich wird damit

die Rechtslage der Termingeschäfte bis zu einem gewissen Grade unsicher. Soll aber unter den jetzigen Verhältnissen aus allen diesen Dingen ein gesetzgeberischer Akt hervorgehen, welcher sagt: ich erkläre alle diese Geschäfte für klagbar, so sucht man nach einer Kompensation, und ein Resultat, auf das man wohl herauskommen kann, wäre die Formulirung eines Strafparagraphen mit der Wirkung civilrechtlicher Unklagbarkeit des noch Ausstehenden, wenn sein Thatbestand vorläge. Im einzelnen Fall mag ja auch die Anwendung des Strafparagraphen zweifelhaft werden, aber dann müßten wir überhaupt die Gesetzgebung lahm legen, wenn man sich hüten sollte, in einem Gesetz elastische Bestimmungen zu geben.

Sachv. Dr. **Simon:** Soll auch derjenige bestraft werden, der einen Rath ertheilt hat, aus welchem für den Berathenen Gewinn erwachsen ist?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das würde ja nicht das entscheidende Requisit sein. Man wird zugleich von der Ausbeutung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit zu sprechen haben.

Sachv. Dr. **Simon:** Dann wollen Sie Folgen knüpfen an Dinge, auf welche der Rath Ertheilende ohne jeden Einfluß ist. Politische Wirren, Konjunkturen würden entscheiden, ob der Mann einen guten Rath ertheilt hat oder straffällig ist. Sie müssen doch annehmen, daß der Rath nach bestem Wissen ertheilt wird; böswillig rathen die Leute nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das ist mir doch nicht ganz ohne Zweifel, ob das, was Sie zuletzt sagten, so absolut richtig ist.

Geheimer Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Ich muß sagen, daß ich vor der Konsequenz nicht zurückschrecken würde, unter Umständen eine Bestrafung eintreten zu lassen, auch wenn das Geschäft zum Vortheil des Kunden ausgeschlagen ist. Ich möchte bitten, etwa folgende Bestimmung zu erwägen: Es wird bestraft, wer gewohnheitsmäßig andere Personen zum Abschluß von Börsenspekulationen verleitet oder solche Geschäfte mit ihnen abschließt in einem Maße, das den Vermögensverhältnissen der betreffenden Person vollständig widerspricht und ihre ganze wirthschaftliche Existenz aufs Spiel setzt. Wenn es gelingt, den Nachweis zu führen, daß ein Bankier ein derartiges Verfahren gewohnheitsmäßig betrieben hat, und man da Strafe eintreten läßt, ohne Rücksicht darauf, ob in dem einen oder anderen Falle das einzelne Geschäft zum Vortheil des betreffenden Kunden ausgeschlagen ist, so würde ich darin kein Bedenken sehen, denn das ist ein Verfahren, das jeder rechtschaffene Bankier verurtheilen würde, und wenn da eine Repressalie eintreten könnte, so würde dies nur ersprießlich sein.

Sachv. Dr. **Simon:** Nach dieser Fassung würde ich kein Bedenken tragen, aber offen gesagt, ich glaube nicht, daß die Sache praktischen Erfolg haben würde. Ich glaube nicht, daß ein solcher Paragraph in größerem Umfange anwendbar sein würde.

Vorsitzender: Er würde doch anwendbar sein z. B. auf Aufforderungen in den Zeitungen, Spekulationsgeschäfte zu machen ohne Kourtage und Provision. Wenn ein solcher Bankier der Bestrafung ausgesetzt ist, so würde er sich wohl hüten, das zu thun; ebenso im unmittelbaren Verkehr mit den Kunden, und selbst wenn die Straffälle nicht zahlreich wären, so würde vielleicht schon die bloße Existenz einer solchen Bestimmung wirksam sein, wie die Existenz des Wuchergesetzes präventiv gegen den Wucher

wirkt. Obwohl wenig Bestrafungen vorgekommen sind, so haben wir doch gehört z. B. aus Süddeutschland, daß dieses Gesetz günstig gewirkt hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Man kann ja unter Umständen den Paragraph so mit Anforderungen belasten, daß er nicht recht praktisch wird. Aber gewisse Bedenken würden doch zu erledigen sein, wenn man z. B. sagt: Wer ein Gewerbe daraus macht, wissentlich andere mittels Aufsuchung oder Anlockung unter Ausbeutung ihres Leichtsinns oder ihrer Unerfahrenheit zu Geschäften zu verleiten, durch welche sie um des Differenzgewinns willen für ihre Vermögenslage unverhältnißmäßige Summen auf das Spiel setzen. —

Vorsitzender: Freilich würden Sie die civilrechtliche Ungültigkeit der Geschäfte damit noch nicht erreichen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Da möchte ich doch annehmen, daß die Judikatur für ein Geschäft, das sich als Ausfluß solcher Gewerbmäßigkeit darstellt, diese Konsequenz ziehen wird. Ich denke mir eine derartige Vorschrift gewissermaßen als Kompensation für die im Uebrigen erfolgende ausdrückliche Klagbarkeitserklärung der Differenzgeschäfte.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich muß sagen, ich finde dagegen nichts zu erinnern, aber ich verspreche mir auch nichts davon.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir haben viele Fälle, die aus solchen Rücksichten entschieden worden sind im Sinne der Klaglosigkeit, und es würde sich doch immer fragen, ob nicht auch in Zukunft bei einer Bestimmung wie die vorgeschlagene, dieses Kriterium zutrifft. Ich meine, daß es so unpraktisch nicht ist.

Vorsitzender: Es würde auf die richterliche Auslegung ankommen. Der Sachverständige hat sich also nicht bestimmt gegen die Strafbestimmung erklärt. Wir sind aber schon über das augenblickliche Thema hinausgegangen. Wie denken Sie über die Anregung unter b, daß Termingeschäfte mit Privatpersonen verboten werden sollen.

Sachv. Dr. **Simon:** Das würde ich für ganz undenkbar halten, daß selbstständigen Leuten der Terminhandel verboten werden kann.

Vorsitzender: Sie werden aber doch anerkennen, daß es Privatpersonen giebt, welche nicht Termingeschäfte machen sollten.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich finde nicht, daß sich ein Unterschied zwischen Kassageschäften und Termingeschäften aufrecht erhalten läßt. Von dem Moment, wo ihnen das Termingeschäft verboten wird, machen die Leute in Kassageschäften Spekulationen.

Vorsitzender: Sie würden aber doch wohl empfehlen, den Terminhandel mit Handelsangestellten zu verbieten?

Sachv. Dr. **Simon:** Die sind schon im Artikel 56 und 59 des Handelsgesetzbuchs verboten. Meines Erachtens müßten solche Leute ohne Weiteres von der Börse ausgeschlossen werden, die mit Handelsangestellten Geschäfte machen. Die Börse hat das größte Interesse, um ihrer eignen Würde willen, hier streng aufzutreten.

Vorsitzender: Das heißt gegen solche Firmen, die mit Handelsangestellten Geschäfte machen ohne Zustimmung des Prinzipals. Im Handelsgesetzbuch ist nur gesagt, daß der Prinzipal seine Zustimmung geben muß.

Sachv. Dr. **Simon:** Es ist bekannt, daß ein Angestellter ohne Zustimmung des Prinzipals Geschäfte nicht machen darf, daß das Gesetz es verbietet.

Vorsitzender: Sie glauben, daß die Börsenbehörden sehr wohl ihre Autorität wahren können, indem sie diese Firmen ausschließen?

Sachv. Dr. **Simon:** Ja.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Würden Sie nicht geneigt sein, die Anwendung von Disziplinarmitteln auch dann zu empfehlen, wenn Personen mit ähnlichen Leuten wie Handelsangestellte Geschäfte machen. Es giebt eine Reihe von unselbstständigen Personen, Kassenverwaltern, Materialienverwaltern, Werkmeistern, die ganz ähnlich wie die Handelsangestellten stehen; sie sind wirthschaftlich ebenso unselbstständig gestellt wie diese. Wenn Sie Geschäfte mit Handelsangestellten nicht gestatten, so werden Sie auch geneigt sein, ähnliche Disziplinarmittel gegen diejenigen zu empfehlen, die mit den genannten Kategorien Börsengeschäfte machen!

Sachv. Dr. **Simon:** Ich befürchte, daß sich keine feste Grenze ziehen lassen wird. Ich wünschte aber, daß die Börsenvorstände in den Stand gesetzt werden, mit mehr Erfolg disziplinarisch eintreten zu können, um Elemente, die wirthschaftlich so ungünstig wirken, ausschließen zu können.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Bei diesem Punkt haben Sie also nur praktische Bedenken und befürchten die Schwierigkeit der Ausführung. An sich würden Sie die Konsequenz ziehen, daß, wenn man disziplinarisch einschreitet gegen den Abschluß von Termingeschäften mit Handelsangestellten, man ebenso vorgehen muß gegen solche, die Geschäfte mit Personen abschließen, die sich in ganz ähnlicher Lage befinden.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich muß offen sagen, ich möchte so schnell auf diese Frage nicht antworten. Ich bin der Meinung, daß es nicht möglich ist, eine wirkliche Grenze zu finden.

Vorsitzender: Es sind Geschäfte mit dem Gesinde vorgekommen, mit Hausknechten, Portiers u. s. w.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich bin der Meinung, daß solche Dinge eo ipso disziplinarisch bestraft werden sollen, weil sie gegen den kaufmännischen Anstand verstoßen.

Freiherr **v. Huene:** Man könnte diejenigen Personen ausschließen, die mit Kassenverwaltungen zu thun haben. Wir haben gestern gehört, daß ein Mann, dem eine Kasse anvertraut war, rein verleitet worden ist von einem Agenten, der ihn zum Börsenspiel angetrieben hat. Das wäre doch ein Begriff, den man ganz gut fixiren könnte.

Sachv. Dr. **Simon:** Der Herr war Kassirer und Mitglied des Vorstandes. Das war eine Art Nebenamt. Das kommt häufig vor, daß z. B. Lehrer im Nebenamt eine Kasse zu verwalten haben. Ich glaube nicht, daß eine solche Bestimmung möglich wäre.

Vorsitzender: Lehrer pflegen meistens nicht viel Vermögen zu haben, und könnten daher wohl dahin kommen, sich an der Kasse zu vergreifen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich meine, daß es der Disziplin des Börsenvorstandes überlassen sein müßte, zu entscheiden, wie weit ein Geschäft sich mit dem kaufmännischen Anstand verträgt. Es ist nicht möglich, alle einzelnen Fälle vollkommen aufzuzählen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Man müßte dann also die Bestimmung treffen, daß, wenn jemand mit Leuten, wie Portiers u. s. w. Termingeschäfte macht, der Börsenvorstand berechtigt sein soll, ihn von der Börse

dauernd oder auf Zeit auszuschließen. Es müßte hierzu aber die gesetzliche Grundlage geschaffen werden, damit der Börsenvorstand dies zu thun in der Lage ist.

Sachv. Dr. **Simon:** Wir in Königsberg haben die Vorschrift, daß, wenn einer ehrenrührige Handlungen sich zu Schulden kommen läßt oder üble Gerüchte über ihn verbreitet sind, der Börsenvorstand ihn ausschließen kann. Ich würde auch nichts dagegen haben, wenn eine allgemeine Vorschrift solchen Inhalts erlassen würde.

Vorsitzender: Dann können wir wohl zu der folgenden Frage übergehen (Unterfrage c), ob Prämiengeschäfte für nichtig oder unklagbar erklärt werden sollen?

Sachv. Dr. **Simon:** Prämiengeschäfte halte ich für Zeitgeschäfte mit beschränktem Risiko, die dem wirthschaftlichen Bedürfniß in zahlreichen Fällen entsprechen, wofür man eine Anzahl von Beispielen anführen kann.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Die Beispiele, die für die Nützlichkeit der Prämiengeschäfte angeführt sind, beschränken sich ausschließlich auf Prämiengeschäfte in ausländischen Valuten.

Sachv. Dr. **Simon:** Das sind nicht die einzigen Fälle. Nehmen Sie an, ich bin Besitzer von Ostpreußischen Südbahnaktien; ich bin der Ansicht, daß Aenderungen eintreten, die Handelsbeziehungen mit Rußland ungünstig auf die Verhältnisse einwirken werden. Ich kann das aber nicht bestimmt voraussagen, will mein Risiko beschränken und verkaufe das Papier auf Prämie. Das ist doch ein wirthschaftliches Bedürfniß.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn Sie zufällig andere Papiere haben, so können Sie dies Geschäft nicht machen.

Sachv. Dr. **Simon:** Dasselbe Geschäft können Sie auch mit anderen Papieren machen. Wenn Sie eine ungünstige Meinung haben, dann verkaufen Sie auf Prämie und umgekehrt, Sie haben eine günstige Meinung über die Zukunft, wollen aber Ihr Geld nicht unbegrenzt riskiren, so kaufen Sie sich eine Vorprämie, um das Geschäft eventuell fahren zu lassen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es ist doch zweifellos, daß diejenigen im Vortheil sind, die sich im Besitz von Papieren befinden, die auf Zeit gehandelt werden. Einem Andern können Sie diesen Vortheil nicht zuwenden, der nicht Papiere besitzt, die auf Zeit gehandelt werden.

Sachv. Dr. **Simon:** Wenn Sie nicht einen Gegenkontrahenten finden, auch bei solchen Papieren, was auch vorkommt. Ich habe im übrigen bereits bemerkt, daß ich den Terminhandel für einen Vortheil halte und nicht prinzipiell ganze Gattungen davon ausschließen würde.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte darauf aufmerksam machen, daß nicht in allen Papieren, welche auf Zeit gehandelt werden, auch Prämiengeschäfte stattfinden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das wäre von Interesse festzustellen.

Vorsitzender: Ich habe hier einen Kurszettel. Da sind 26 Papiere, in welchen Prämiengeschäfte gemacht werden, notirt und solche mit Ultimogeschäften einige siebzig. Können Sie eine Erklärung dafür geben, wie sich das vollzieht? Ist es zufällig, daß gerade in jenen Papieren Prämiengeschäfte gemacht werden?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich glaube, daß diese 26 allerdings lauter Papiere sind, die auch per

Ultimo gehandelt werden. Man kann aber nicht sagen: jedes Papier, das per Ultimo gehandelt wird, ist ein solches, in welchem auch Prämiengeschäfte stattfinden.

Vorsitzender: Es muß doch beim Prämiengeschäft eine Zeit bleiben, in welcher die Entschlüsse gefaßt werden, und das ist nur möglich beim Termingeschäft.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Theoretisch könnte man sagen, daß auch in einem anderen Papier ein Prämiengeschäft gemacht werden kann. Ein solches Geschäft gehört dann auch zum Termingeschäft. Es wäre ganz allgemein Termingeschäft.

Sachv. **Lehmann:** Ich möchte behaupten, daß in jedem Papier, das auf Zeit gehandelt wird, auch Prämiengeschäfte gemacht werden.

Vorsitzender: Der Kurszettel beweist anscheinend das Gegentheil.

Sachv. **Lehmann:** Dann ist kein Bedürfniß vorhanden. Aber in dem Augenblick, wo ein solches Bedürfniß hervortritt, würde man sich an den Makler wenden, der das Prämiengeschäft macht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte also darauf aufmerksam machen, daß die Prämiensätze nur für einzelne Papiere notirt sind.

Sachv. **Lehmann:** Es findet nicht ein Prämiengeschäft in jedem x-beliebigen Papier statt, wenn für den Ultimohandel nur ein geringes Interesse vorhanden ist. Ich kann Papiere nennen, z. B. die ich selbst augenblicklich handle, die Darmstädter Bankaktien, Nationalbank für Deutschland-Aktien; das sind Papiere, für die charakteristisch ist: an manchen Tagen wird da verhältnißmäßig sehr wenig umgesetzt, am nächsten Tage bedeutend mehr. Das ist unabhängig von irgend welcher Einwirkung. Wer nun ein solches Papier zu erwerben wünscht, der vermindert sein Risiko dadurch, daß er eine Prämie kauft. Aber die Prämiengeschäfte in einem solchen Papier sind bedeutend seltener und viel schwieriger, wie z. B. in Diskonto-Kommandit-Antheilen, in denen ein lebhaftes Geschäft stattfindet.

Vorsitzender: Dann kommen wir zu Frage d, ob der Differenzhandel unter Strafe gestellt werden soll.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich glaube, nach meinen früheren Ausführungen ist die Frage zu verneinen. Was Unterfrage e angeht, so habe ich bereits ausgesprochen, daß ich gegen die Formulirung, die vorhin geltend gemacht wurde, nichts einzuwenden hätte.

Vorsitzender: Und zu f: Soll die Börsensteuer erhöht werden?

Sachv. Dr. **Simon:** Eine Erhöhung der Börsensteuer würde natürlich keinen Eindruck machen. Das würde der Staatskasse nur etwas mehr Geld bringen.

Vorsitzender: Dann bitte ich Herrn Lehmann, sich auch seinerseits zu der Frage zu äußern.

Sachv. **Lehmann:** Ich kann mich nur den Ansichten der Vorredner anschließen, daß nicht blos ein Bedürfniß für den Terminhandel vollkommen vorhanden ist, daß er auch berechtigten Wünschen entgegenkommt eben in Bezug auf die Leichtigkeit des Loswerdens der Effekten in kritischen Zeiten; z. B. in Momenten der üblen politischen Nachrichten ist es natürlich angenehm, wenn man das, was man besitzt, in jedem Moment veräußern kann, während man andererseits bei Kassageschäften darauf angewiesen ist, bis 2 Uhr zu warten, wo der Kassakurs gemacht wird. Ich meine, daß ein bedeutender Vortheil des Termingeschäfts jedem Betheiligten klar sein wird.

Vorsitzender: Die Möglichkeit des sofortigen Abschlusses kann unter Umständen doch auch bei Kassageschäften gegeben sein.

Sachv. **Lehmann:** Unter Umständen kann dem betreffenden Verkäufer die Möglichkeit gegeben sein.

Vorsitzender: Finden Sie, daß durch die Form des Terminhandels das Spiel gefördert wird?

Sachv. **Lehmann:** Das läßt sich wohl nicht ganz verneinen. Es wird immerhin etwas erleichtert werden, weil derjenige das Geschäft betreiben kann, der es betreiben will.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagt, ein Vortheil des Terminhandels läge darin, daß man das Papier in jedem Moment veräußern könne. Er hat aber selbst eine Reihe von Papieren aufgeführt, bei denen manchmal eine lange Frist verläuft, ohne daß Termingeschäfte in ihnen gemacht werden. Es scheint also doch nicht möglich zu sein, Darmstädter jederzeit zu verkaufen, nämlich wenn sich kein Käufer findet. Dann möchte ich noch über einen anderen Punkt Aufklärung haben. Es ist von vielen Seiten gesagt worden, daß in Kassageschäften plötzliche Kursstürze eintreten bei großem Angebot und plötzliche Steigerung bei großer Nachfrage, während beim Ultimogeschäft derartige Schwankungen nicht eintreten. Steht nun nicht der Kassapreis immer mit dem Ultimopreis in einem gewissen Konnex, dergestalt, daß die Kursdifferenz lediglich durch den jeweiligen Zinsbetrag bedingt wird? Ist es möglich, daß der Kassapreis ein viel höherer sein kann als der Preis im Termingeschäft? Ist es möglich, daß der Kassapreis sehr viel niedriger sein kann wie der Terminpreis? Wenn der Kassapreis sehr viel höher ist, so würden selbstverständlich diejenigen, die das Papier besitzen, dasselbe per Kassa verkaufen und auf Termin kaufen; auf diese Weise würden die Preise ausgeglichen. Umgekehrt wenn der Kassapreis sehr viel niedriger ist wie der Zeitpreis, so würden diejenigen, die Geschäfte per Ultimo abgeschlossen und per Ultimo zu liefern haben, auf dem Kassamarkt zu dem erheblich niedrigeren Preise kaufen, bis die Ausgleichung bewirkt ist. Deswegen kann ich mir nicht denken, daß eine erhebliche Kursdifferenz zwischen dem Kassapreis und dem Terminpreis entstehen könnte, außer wenn es sich um Geldkalamitäten handelt, bei denen die Preise des Geldes momentan exorbitant in die Höhe getrieben werden. Aber diese Verhältnisse kommen nur ausnahmsweise vor bei erheblicher Vertheuerung des Geldes. Es ist möglich, daß, wenn ein Krieg kommt, das Angebot auf dem Kassamarkt momentan sehr dringend wird. Im allgemeinen möchte ich glauben, daß zwischen dem Kassakurs und dem Terminkurs keine erhebliche Differenz sein kann, wie sich ja aus dem Vergleich der beiderseitigen Preise ergiebt; am letzten Tage ist der Kassakurs mit dem Terminkurs identisch. Wollen Sie die Güte haben, sich darüber zu äußern.

Sachv. **Lehmann:** Das Nichtvorhandensein der Differenz zwischen Kassakurs und jeweiligen Ultimokurs hat seine Ursache in Korrekturen, die die Börse gewissermaßen selbst vornimmt, um das zu verhüten. Das würde aber eigentlich für den Notirungsparagraphen passen. Ich möchte ganz kurz dazu bemerken, daß die Werthe, die per Kassa zum Verkauf kommen, zur Zeit, wo dem Kassaangebot eine Nachfrage nicht gegenübersteht, oder umgekehrt, von den Betreffenden, seien es Bankiers, seien es Makler, die das betreffende Papier im freien Verkehr per Ultimo handeln, ausgeglichen wird dadurch, daß die Betreffenden bei den den Mittelkurs machenden vereideten Maklern erscheinen

und nun, je nachdem es ihr Interesse erheischt, entweder kaufen oder verkaufen, wodurch der Kassakurs dem jeweiligen Ultimokurs angepaßt wird. Das wird stattfinden in ruhigen Zeiten. Aber die Nachfrage in solchen Papieren, in denen ein Termingeschäft stattfindet, wird immerhin in kritischen Zeiten größer sein als bei effektiven Kassageschäften, weil bei jedem Papier, das Ultimo gehandelt wird, eine Baissepartei existirt, eine Partei, die glaubt, das Papier als im Kurs zu hochstehend betrachten zu müssen, die ihre Ansicht und ihr Studium des betreffenden Papiers dahin verwerthen, daß sie ihre Waare, die sie besitzen, vorher verkaufen und nun also bei großen Schwankungen in Zeiten der Krisen oder der ungünstigen Nachrichten den Nutzen für vorliegend halten und nun als Käufer auftreten, was bei dem effektiv geldanlegenden Kassakäufer nicht der Fall sein wird; der wird sagen: Du mußt warten, ob sich das betreffende Gerücht bewahrheitet oder nicht. Er wird keinen Ankaufsauftrag geben, während der Terminkäufer den Nutzen feststellen will.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Darin stimmen wir aber überein, daß in der Regel in ruhigen Zeiten eine erhebliche Differenz zwischen Kassa- und Zeitpreis nicht stattfindet.

Sachv. **Lehmann:** Aus den angeführten Gründen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich wollte nur dazu bemerken, daß in denjenigen Papieren, in welchen kein Terminhandel stattfindet, die Hauptschwierigkeit ist, Käufer und Verkäufer zu finden, und dadurch entstehen häufig Kursschwankungen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es kann allerdings der Fall eintreten, daß auch in ruhigen Zeiten sich einmal eine größere Differenz zwischen Termin- und Kassapreis herausstellt. Das kommt daher, daß die Kassanotiz erst gegen Schluß der Börse festgesetzt wird, während die Ultimonotizen die Schlüsse im ganzen Laufe der Börse darstellen. Es kann nun sein, daß der Schlußkurs von dem Papier auf Zeit eine sehr erhebliche Abweichung von dem ersten Kurs aufweist, und der Kassakurs, welcher ebenfalls zum Schluß der Börse festgesetzt wird, dann natürlich ebenso. In solchen Fällen ergeben sich also nothwendiger Weise Differenzen zwischen Kassanotiz und dem Durchschnitt der Terminnotizen. —

Sachv. **Lehmann:** Die Schwankungen, die im Ultimokurs stattfinden, lassen sich auf keine Weise zum Ausdruck bringen im Kassakurs. Der Ultimokurs hält das augenblickliche Bild der Preisstellung fest, während der Kassakurs den Durchschnittspreis darstellt.

Vorsitzender: Zu diesen Kursfragen kommen wir aber erst später. Wir sind jetzt bei der Frage des Termingeschäfts.

Sachv. **Lehmann:** Ich hätte da nichts Bedeutendes hinzuzufügen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Da möchte ich gleich fragen, wie Sie über die Strafbestimmungen denken, die Herr Geheimrath Hoffmann und Senatspräsident Dr. Wiener vorgeschlagen haben.

Sachv. **Lehmann:** Ich glaube, irgend welche ausschlaggebende Argumente dem nicht entgegensetzen zu können. Wenn das so gefaßt wird, wie Herr Senatspräsident Dr. Wiener es vorschlug, so glaube ich, daß die kaufmännische Welt damit einverstanden sein kann.

Vorsitzender: Sie meinen, daß darin vielleicht ein Schutz lage für solche, die wirklich nur auf dem Wege der Ueberredung zu solchen Geschäften gekommen sind.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Bei meinem Vorschlag soll die Aufsuchung oder Anlockung nur kennzeichnen, daß die Verleitung durch positive Heranziehung erfolgt sein muß.

Sachv. **Lehmann:** Mir ist die Fassung des Herrn Präsidenten Dr. Wiener eigentlich mehr einleuchtend und leichter zu ertragen, als die von Geheimrath Hoffmann.

Vorsitzender: Herr Präsident Wiener, haben Sie vielleicht die Fassung aufgeschrieben?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe seit gestern versucht, einzufügen: mittelst Aufsuchens oder Anlockens.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich kann mich dem nur anschließen, was seitens der vor mir vernommenen Sachverständigen hinsichtlich des Termingeschäfts gesagt worden ist; das Termingeschäft ist eine wirthschaftliche Nothwendigkeit. Ich möchte auf einen besonderen Punkt aufmerksam machen. Wenn Sie Umschau halten in anderen Ländern mit hervorragenden Börsen und zwar im Vergleich zu Deutschland, so ist folgendes zu finden: An den Londoner Stock-exchange besteht eigentlich nur Termingeschäft. Will jemand etwas per Kassa kaufen, so hat er in der Regel sogar façon zu zahlen. England ist notorisch das wirthschaftlich höchst entwickelte und reichste Land der Erde. Es hat den größten Bestand an Werthpapieren, die ganze Welt ist England tributpflichtig.

Nächst England kommt Frankreich. Frankreichs Geschäft in Werthpapieren ist auch meist Termingeschäft und neben diesem Termingeschäfte läuft ein Kassageschäft in ansehnlichem Belange, spielt aber nicht die wesentlichste Rolle. Frankreich ist nicht so reich wie England; aber es hat auch eine starke Ablagerung von ausländischen Werthpapieren, und auch ihm ist der größte Theil der Welt tributpflichtig.

Das ist die eine Seite. Auf der anderen Seite finden Sie Oesterreich und Amerika. In diesen beiden Ländern ist kein Termingeschäft in Werthpapieren. Amerika hat in Werthpapieren nur Kassageschäfte. Amerika ist umgekehrt dem Auslande tributpflichtig. Seine Eisenbahnobligationen und Aktien liegen zum großen Theil in England, Deutschland und Holland. Oesterreich hat seit den letzten Jahren versuchsweise für einige Effekten Termingeschäfte eingeführt. In Oesterreich existirt in der Hauptsache ein Kassageschäft mit dreitägiger Regulirung. Oesterreich ist dem Auslande ebenfalls tributpflichtig. Seine Staatspapiere, Aktien und Eisenbahnobligationen liegen in umfangreichem Maße in anderen Ländern. Zwischen diesen beiden Gruppen befindet sich Deutschland. Deutschland hat sein Termingeschäft in Effekten, das im Laufe dieses Jahrhunderts entstand, seither fortwährend sich weiter entwickeln sehen. Ich habe hier ein Kursblatt der Frankfurter Börse. Das erste offizielle Kursblatt, datirt vom Jahre 1851, enthaltend 58 Werthpapiere lediglich per comptant.

Es gab auch damals schon Zeitgeschäfte, aber die eigentlichen Termingeschäfte bestanden noch nicht. Jedenfalls findet sich nichts darüber auf dem Kurszettel. Heute hat Frankfurt 775 Werthpapiere. Davon entfällt der zehnte Theil auf Terminhandel und von diesem zehnten Theil haben circa 30 regelmäßigen Terminverkehr. Wie sich die Sache in Berlin entwickelt hat, werden die Herren Sachverständigen aus Berlin besser wissen als ich. Ich sehe hier 1 200 Papiere, davon 80 mit Terminhandel und von diesen nehme ich etwa 40 mit regelmäßigem Terminhandel an. Aus dieser Vergleichung ergiebt sich meines Erachtens: Je reicher ein Land, desto entwickelter ist sein Termingeschäft und resp. desto größer seine Aufnahms-

fähigkeit in Werthpapieren. Ein Theil dieser Werthpapiere macht allerdings stets eine Art Wanderschaft, bis er sich ablagert. Theilweise bleiben auch die Werthpapiere in Wanderschaft, weil sie durch die Spekulation gebunden werden. Für diese Zeit der Wanderschaft nun bildet nach meiner Auffassung der Terminhandel eine höhere dienlichere Form des Verkehrs, die sich dann einstellt, wenn für die Abwickelung des gesteigerten Umsatzes in dem einen oder anderen Objekt der gewöhnliche Modus nicht mehr ausreicht. Man kann nicht sagen, daß der Terminhandel etwas Willkürliches ist. Er hat sich natürlich entwickelt und im Großen und Ganzen aus dem Verkehr ergeben. Es genügt auch nicht, daß ein Objekt hinsichtlich Quantität, Qualität und Lieferungszeit typisch zu behandeln ist, es muß auch sonst qualifizirt sein. Die Objekte treten in den Terminhandel ein und verlassen den Terminhandel wieder.

Ich gestatte mir, dafür ein Beispiel anzuführen. Bis zum Jahre 1860 war in Frankfurt a. M. in den Schuldverschreibungen der Nordamerikanischen Union nur ein Kassageschäft. Von 1861 ab stieg in Folge des Sezessionskrieges die amerikanische Schuld auf nahezu drei Millionen Dollar. Deutsch-Amerikanische Arbitrageure nahmen hieraus Veranlassung, dieses Werthpapier in großen Mengen dem süddeutschen Markte zuzuführen; — es entstand ein lebhaftes Interesse sowohl seitens des Kapitals wie seitens der Spekulation und in Folge dessen ein ausgedehntes Termingeschäft. Als nach Beendigung des Krieges die finanziellen Zustände in Amerika sich besserten und seine Schuldverschreibungen sich dem Parikurse näherten und darüber gingen, auch der 6prozentige Zinsfuß auf 4 Prozent reduzirt wurde, flossen die Obligationen nach dem Mutterlande zurück, das Termingeschäft hörte auf und seit vielen Jahren existirt kaum mehr ein Kassageschäft. — Sie finden nach dem Frankfurter Kursblatt zur Zeit etwa 60 Obligationen Amerikanischer Eisenbahnen verzeichnet, in welchen sich jedoch niemals ein Termingeschäft hat entwickeln können. Der Terminhandel tritt also aus innerer Nothwendigkeit ein. Durch das Termingeschäft werden Mittel frei, die zu anderen Zwecken, z. B. der Landwirthschaft, dem Kaufmannsstand, der Industrie u. s. w. zur Verfügung stehen. In England ist das so sehr ausgeprägt, daß dort in Werthpapieren gar kein anderer wie Terminhandel besteht. Ich glaube also, daß auch dieser wichtige wirthschaftliche Faktor zu Gunsten des Terminhandels spricht.

Vorsitzender: Sie würden keinen Grund sehen in irgend einer Richtung eine Einschränkung eintreten zu lassen, obwohl Sie einzelne Mißstände nicht verkennen?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich bin für unsere Verhältnisse ganz damit einverstanden, daß der Terminhandel eingeschränkt bleibe und daß der Börsenvorstand über die einzelnen Papiere entscheidet, die zum Terminhandel zugelassen werden sollen, dies der größern Solidität halber.

Das versteht sich ganz von selbst, und dagegen hätte ich nichts einzuwenden, daß die Zulassung zum Terminhandel etwa an eine bestimmte Summe als Mindestkapital geknüpft sei. Ich möchte übrigens noch auf folgendes aufmerksam machen.

Wie wenig die Beseitigung des Termingeschäftes helfen und gegen heftige Kursschwankungen schützen würde, das zeigt sich wiederum bei Amerika und Oesterreich, wo, wie gesagt, Kassageschäfte vorherrschen. Vielleicht in keinem Lande der Welt hat die Krisis von 1873 solche Verheerungen angerichtet wie in Oesterreich. In keinem

Lande der Welt kommen solche Erscheinungen der Spekulation vor, wie in Amerika — ich erinnere an die sogenannten Corners — und alle Auswüchse, die leider in Verbindung mit dem Terminhandel stehen, finden sich noch viel mehr da, wo kein Terminhandel ist. Der Unterschied ist nur der, daß das Geld in den betreffenden Ländern wesentlich vertheuert wird.

Vorsitzender: In Chicago ist der Terminhandel eingeführt.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich will bemerken, daß auch im Waarenhandel das Termingeschäft meines Erachtens einem hohen wirthschaftlichen Bedürfniß entspricht. Ich bin hierin nicht Sachverständiger, wohl aber beobachte ich, daß, während anfangs dieses Jahrhunderts nur Hamburg Termingeschäfte pflegte, dasselbe seither an etwa 7 andern deutschen Plätzen aufgekommen ist.

Graf **v. Kanitz:** In Amerika besteht gegenwärtig ein Terminhandel in landwirthschaftlichen Produkten. Da wird dem Herrn Sachverständigen bekannt sein, daß die Gesetzgebung in allerletzter Zeit die Anti-Option-Bill vorgeschlagen hat, wonach der Terminhandel in Cerealien und andern landwirthschaftlichen Produkten unterdrückt wird. Es wird eine so hohe Abgabe für jedes Produkt, welches auf Termin gehandelt wird, pro Centner erhoben, daß dadurch der Terminhandel so gut wie illusorisch gemacht wird. Man scheint der Ansicht zu sein, daß der Terminhandel nicht blos mit landwirthschaftlichen Produkten, sondern auch als solcher sich nicht bewährt, daß man nicht blos Bedenken trägt, ihn einzuführen, sondern sogar die Absicht hegt, den Terminhandel zu beseitigen, wo er thatsächlich schon eingeführt worden ist. Würde der Herr Sachverständige vielleicht in der Lage sein, uns mitzutheilen, welches die Gründe für dieses gesetzgeberische Vorgehen sind? Allerdings hat die eine der beiden legislatoren Körperschaften, der Senat, der Anti-Option-Bill bisher nicht zugestimmt.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich möchte mir erlauben, meiner persönlichen Ansicht dahin Ausdruck zu geben, daß ich glaube, das ist ein Manöver, das zusammenhängt mit der gegenwärtigen Präsidentenwahl.

Graf **von Kanitz:** Diese Vermuthung wird in derjenigen Presse vertreten, welche an dem Terminhandel festhalten will, andererseits wird dem energisch widersprochen.

Sachv. **Goldschmidt:** Welche hochgradigen Vortheile es für ein Land in sich schließt, wenn es eine mächtige Ablagerung von Effektenbeständen hat, das geht aus folgendem hervor. Seit vorigem Herbst gehen nach den mir gewordenen Berichten durchschnittlich wöchentlich für $3^1/_2$ Millionen Dollars Getreide aus Amerika nach Europa und mit den anderen Bodenerzeugnissen vielleicht für $7^1/_2$ Millionen Dollars. Dabei kommt fortwährend Gold von Amerika nach Europa. Man zerbricht sich den Kopf über die Lösung dieses Räthsels. Ich habe Umfragen darüber gehalten und keine irgend wie bestimmte Auskunft bekommen, aber ich sehe des Räthsels Lösung in einfachen Momenten. Nach dem Fall von Baring mußten die Kreditverhältnisse zwischen Amerika und England geordnet werden. Auf Baring liefen vielleicht für 7 Millionen Pfund, also 140 Millionen Mark aus Amerika allein; dazu kamen die anderen Kreditinanspruchnahmen, die gelöst sein wollten und Deckung in Europa erheischten. Dies giebt schon eine theilweise Erklärung. Zum größeren Theile aber dürfte die vor-

erwähnte Erscheinung durch den Umstand zu erklären sein, daß aus den reichen Beständen an amerikanischen Werthpapieren in England, Deutschland und Holland große Posten nach Amerika zurückgeflossen sind und als Rembours dienen konnten.

Graf **von Kanitz:** Ich habe mich nicht als Gegner des Terminhandels hinstellen wollen. Das möchte ich berichtigen, wenn ich so verstanden sein sollte. Ich habe, da der Herr Sachverständige auf amerikanische Zustände anspielte, hervorheben wollen, daß man in Amerika selbst über die Vorzüge des Terminhandels anderer Ansicht ist. Nach meiner Information ist New-York sehr weit entfernt davon, das Termingeschäft in Effekten einzuführen.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich habe nicht davon gesprochen, daß Amerika sich entschließen wird, das Termingeschäft einzuführen. Ich spreche davon, daß, wenn wir hier das Termingeschäft aufheben, die Wirkung, die man sich verspricht, nicht eintreten wird. Man wird damit die Ausschreitungen und Auswüchse der Spekulation nicht unterdrücken, und ich exemplifizire auf Amerika, wo im Kassageschäft ebenfalls große Auswüchse vorhanden sind.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte den Herrn Sachverständigen nur fragen, ob es ein zuverlässiges Material giebt, um prüfen zu können, ob seine Behauptung bezüglich der Krisis 1873 richtig ist. Die Verluste, die Deutschland durch diesen Krach gehabt hat, beliefen sich nach den statistischen Berechnungen von Engel auf 2 130 Millionen Mark. Es ist vielfach behauptet, in Oesterreich wären die Verluste noch größer gewesen. Giebt es dafür zuverlässiges statistisches Material? Ich möchte bitten, das zur Verfügung zu stellen und uns mitzutheilen, worauf sich Ihre Kenntnisse stützen.

Sachv. **Goldschmidt:** Das, was ich sagte, basirt auf empfangenen Eindrücken und Mittheilungen aus maßgebenden Kreisen. Nach meinen Wahrnehmungen ist die Ausgeschrittenheit der Kurse nirgends so groß gewesen, wie in Wien. Da waren die tollsten Kurse beisammen, viele hundert Prozent. Wir haben solchen Kursstand nicht gesehen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wir haben doch auch hier ähnliche Erfahrungen gemacht.

Sachv. **Goldschmidt:** Es sind aber nicht so viele non-valeurs in Deutschland eingetreten wie in Oesterreich.

Sachv. **von Pflaum:** Ich wollte mir gestatten zu bemerken, daß allerdings die Wirkung der Krisis von 1873 in Oesterreich größer war und zwar dadurch, daß die Anzahl der Fallissements der Aktiengesellschaften eine größere war.

Vorsitzender: Die Geschichte der Handelskrisen von Wirth enthält darüber die genauesten Daten.

Graf **von Arnim:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so glaubt er nachweisen zu können, daß da, wo das Termingeschäft in großem Umfang existirt, ein erheblicher Reichthum des Landes vorhanden ist. Er exemplifizirt auf Frankreich und England, daß da das Termingeschäft entwickelter sei und er ist der Ansicht, daß Deutschland, was seinen Reichthum anbelangt, unmittelbar hinter jenen Ländern stehe. Ich frage nun, ob er glaubt, daß Deutschland reich genug ist, um einen Zustand zu ertragen, bei welchem jahraus jahrein Millionen schwer erarbeiteten Geldes durch gewagte Differenzgeschäfte dem Mittelstande verloren gehen. Es ist wiederholt zur Entschuldigung darauf hingewiesen worden, daß die Reichsbank so viele solide Geschäfte macht, daß

die kleineren Bankiers genöthigt sind, mehr oder minder unsoliden Geschäften sich zuzuwenden und das Privatpublikum dazu anzulocken. Da ich der Ansicht bin, daß Deutschland noch lange nicht so reich ist wie Frankreich und England und dem Aussaugen des Mittelstandes durch das mobile Kapital vorgebeugt werden muß, so glaube ich, daß es wünschenswerth ist, das Termingeschäft möglichst dahin einzuschränken, daß Privatpersonen an demselben nur unter gewissen näher zu stipulirenden Cautelen theilnehmen.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich gebe zu, daß ein Termingeschäft jederzeit ein Spekulationsgeschäft werden kann, allein ich weiß nicht, wie hier Remedur dadurch möglich sein soll, daß man das Termingeschäft einschränkt. Und dann: Wie könnte man beispielsweise einem reichen Privatmann, einem Millionär verwehren wollen, sich durch ein Termingeschäft zum Voraus ein Papier zu sichern, von dem er glaubt, daß es nicht theuer sei und das er mit dem Ertrage von Kupons, die er etwa am ersten Oktober abzuschneiden hat, bezahlen wird?

Vorsitzender: Ich habe hier den Kurszettel von Chicago; er enthält zunächst eine große Menge von United-States-Bonds, dann Eisenbahnschuldverschreibungen, Bankaktien, dann wieder verschiedene Bonds; in allen diesen Papieren wird an der Effektenbörse ein Termingeschäft gemacht. Chicago ist ein neuerer Platz, das ist recht bezeichnend; an dem alten Platze New-York hat man es bei der bestehenden Gewohnheit belassen. Man macht auch Kassageschäfte in Chicago, daneben aber besteht ein größeres Termingeschäft.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich kann nur sagen, daß ich neulich den Besuch eines amerikanischen Finanzmannes hatte, der sagte, man trage sich in New-York mit der Idee, das Termingeschäft einzuführen, aber ich sprach nicht über das Termingeschäft, sondern über die Wirkungen des Geschäfts, wie es in New-York besteht.

Vorsitzender: Sie meinen, diese wären schlimmer in New-York, als an den Plätzen, wo ein Termingeschäft besteht. Man könnte dies vielleicht daraus schließen, daß das Termingeschäft in Amerika mehr und mehr zunimmt, daß man an der neueren Börse in Chicago das Termingeschäft eingeführt hat. Die amtliche Auskunft über die dortigen Verhältnisse lautet: An beiden Börsen — der Effektenbörse und der Produktenbörse — finden Termingeschäfte in großem Umfange statt und zwar in Getreide, Reis, Samen, Flachs, den Produkten der Fleischwaarenindustrie, sowie in sämmtlichen, bei der Effektenbörse überhaupt zugelassenen Werthen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte wissen, ob ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe. Meines Erachtens wollte er ausführen, daß, wie man auch über das Termingeschäft denke, es eine Thatsache sei, daß mit der Ausbreitung und Entwickelung des Verkehrs in bestimmten Ländern und mit der Zunahme des Reichthums in diesen Ländern das Termingeschäft verbunden sei als eine begleitende Maßregel; welcher Wille dem Einzelnen vorhanden ist, bleibt dahingestellt. Ich möchte mich vergewissern, ob das seine Schilderung war, daß er sagte: es kommt von selbst und ist eben der Begleiter dieses erweiterten Verkehrs. Es könnte ja darin liegen, daß ein erweiterter Verkehr in Waaren und Werthen aller Art nach immer feineren Formen sucht, den Begriff des Werthes immer mehr von der Sache selbst ablöst und diese Werthe im höchsten Grade zur Form blos zu machen bestrebt ist; ebenso wie

ja eine Anzahl von Papieren Vertreter eines bestimmten Besitzes, Rechtes u. s. w. sind, sa ist schließlich der Terminschluß in einer nach höher entwickelten Weise zum Begriff einer Werthmenge geworden, das ist eine weitere und feinere Ausdildung des Handels. Ich möchte den Herrn Sachverständigen einmal fragen, ad darauf seine Meinung hingeht.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich möchte meine Ansicht nochmals präzisiren, wie folgt. Ich meine, die Kunst eines hochentwickelten Wirthschaftsledens desteht in der Fähigkeit, den größtmöglichen Güterverkehr mit dem kleinstmöglichen Aufwand an daarem Gelde — diesem Medium alles Verkehrs — herzustellen, und zu diesem Können trägt das Termingeschäft — es dildet sich suceessive heraus je nachdem die Länder wirthschaftlich steigen — in eminenter Weise dei.

Vorsitzender: Die Auswüchse des Termingeschäfts werden Sie nicht leugnen. Es fragt sich, ad sie sich durch irgend welche Bestimmungen dekämpfen lassen.

Sachv. **Goldschmidt:** Wir sind ja noch nicht entfernt saweit in unserem Reichthum wie England und Frankreich, aber England ist schan auf der äußersten Linie dieser Entwicklung, es läßt kein Kassageschäft zu. Wenn in einem Artikel, sagen wir 5 prazentigen Lamdardischen Priaritäten, die in Deutschland Gegenstand des reinen Kassageschäfts, der reinen Kapitalanlage sind, 10 000 Pfund Sterling in einem Monat umgesetzt werden, 6 000 verkauft und 4 000 gekauft werden, so leidet so zu sagen England nicht, daß hier 10 000 Pfund Sterling ausgegeden und eingenommen werden, sondern es sagt: der Handel an den verschiedenen Tagen soll nicht per Kasse regulirt werden, sandern nur der Salda van 2 000 Pfd. Sterling sall regulirt werden.

Vorsitzender: Wer ader das Papier an einem der nächsten Tage braucht, wie hilft der sich?

Sachv. **Goldschmidt:** Das ganze Geschäft ist in England darauf eingerichtet, wie ich es angegeden hade, und wenn ein solcher Fall eintritt, so schafft man sich das Papier per Kasse, indem man eine kleine Fazan, eine besondere Vergütung zahlt.

Vorsitzender: Eine desandere Vergütung gewährt der Käufer also dafür, daß er das Papier schon vorher geliefert erhält. Das steht mit den Auswüchsen nicht in Verdindung, Sie wallen es als eine wirthschaftliche Undequemlichkeit detrachten.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich möchte sagen, wir sind noch nicht an der glücklichen weitesten wirthschaftlichen Linie, an der England steht. Für unsere Verhältnisse din ich der Ansicht, daß die Zahl der Papiere des Termingeschäfts deschränkt werden könnte, ader in dem Sinne, daß die Entscheidung darüder, ab in einem Papier das Termingeschäft aufgenommen werden soll oder nicht, dem Aeltestenkallegium deziehungsweise dem Börsenvarstand des detreffenden Platzes überlassen wird, die genau wissen, ad es etwa Gegenstände der künstlichen Mache sind.

Vorsitzender: Sie haden sich varhin für ein Mindestkapital ausgesprachen, das vorhanden sein muß.

Sachv. **Goldschmidt:** Wenn es im Interesse unseres Pudlikums ist. Ich möchte im großen Ganzen glauden, daß gerade diese Dinge Palliativmittel sind, denn engen Sie den Kreis der Werthpapiere für das Ultimogeschäft ein und es wächst unser Nationalwohlstand und der Verkehr in Werthpapieren, so kammen die zum Termingeschäfte zugelassenen Effekten zu unnatürlichern Schwankungen, als wenn der Kreis vermehrt würde

Vorsitzender: Eine bestimmte Zahl würden Sie nicht nennen, welche sich etwa für ganz Deutschland eignete?

Sachv. **Goldschmidt:** Nein.

Vorsitzender: Auch bestimmte Gattungen von Papieren würden Sie nicht ausschließen?

Sachv. **Goldschmidt:** Es sind auf dem Berliner Kurszettel, glaube ich, 412 industrielle Papiere. In dem Sinne, den ich näher zu erklären mir erlaubt habe, haben es davon nur 12 oder 14 dazu gebracht, zum Termingeschäft zugelassen zu werden. Man kann nicht ein beliebiges von den 400 anderen Papieren zum Gegenstand des Termingeschäftes machen.

Vorsitzender: Daß das nicht ohne weiteres möglich ist, hat sich bei den Staatspapieren gezeigt. Es bestand eine Agitation, den Terminhandel in Staatspapieren bei uns einzuführen; das ist erst jetzt gelungen, nachdem wir dreiprozentige Reichsanleihe und Konsols in größerem Umfange besitzen.

Würden Sie gegen den Terminhandel mit Handelsangestellten und denen, die nicht berufsmäßig sich damit zu beschäftigen haben, etwas vorschlagen? Das wäre eine der ersten Fragen bei 7.

Sachv. **Goldschmidt:** Ueber das Differenzgeschäft im allgemeinen denke ich so — ich habe mir das notirt, damit es stenographirt wird, wie wirklich mein Gedanke ist, ich will es vortragen:

Merkmale bestehen nicht, da jeder Terminhandel durch den Abwicklungsmodus, das heißt durch die Skontrirung im Ultimo zum Differenzgeschäft werden kann und meist wird. Die lange Kette von Umsätzen, die sich in denjenigen Werthpapieren, die auf Zeit gehandelt werden, vom Anfang bis Ende eines jeden Monats vollzieht, schließt sich am Stichtage durch Lieferung seitens des ersten Verkäufers und Bezug seitens des letzten Käufers. Alle Glieder dieser Kette reguliren auf Grund des Liquidationskurses durch Zahlung und Empfangnahme der Differenz, die zwischen dem Liquidationskurse und dem Kauf- oder Verkaufskurse liegt. Der Effekt ist also ganz derselbe, als ob von jedem Glied der Kette geliefert und respektive bezogen worden wäre. Das Verhältniß ist ähnlich, wie beim Clearing der Accepte unter den Bankfirmen. Es kann wohl nicht ernstlich davon die Rede sein, daß dergleichen Geschäfte, die sich nur äußerlich als Differenzgeschäfte präsentiren, unklagbar gestellt werden sollen, gleichviel ob der handelnde Theil es auf die bloße Differenz absieht oder nicht. An der Frankfurter Börse giebt es meines Wissens nur Geschäfte der eben bezeichneten Art.

Es giebt gar keine anderen, es ist mir in meiner 35jährigen oder 38jährigen Thätigkeit nie ein Fall vorgekommen, ich habe nie von einem Falle gehört, daß jemand von Differenzgeschäften als solchen an der Börse gesprochen hätte. Es ist nicht eine Geschäfts-, es ist eine Abwickelungsform.

Eine zweite Form von sogenannten Differenzgeschäften entsteht dann, wenn der Kommissionär den Kommittenten von der Verpflichtung des Bezugs und der Lieferung entbindet, wodurch aber keineswegs gesagt ist, daß das Recht des Kommittenten, Bezug und Lieferung zu beanspruchen, wegfällt. Der Kommittent ist alsdann in einer Alternativposition, und wenn er nicht bezieht oder liefert, gleicht sich das Geschäft durch Zahlung der Differenz am Stichtage aus. Auch in diesem zweiten Falle handelt es sich nur äußerlich vermöge des Abwicklungsmodus um ein sogenanntes Differenzgeschäft. Das Ge-

schäft selbst läuft auf einen Kredit von bestimmter oder unbestimmter Höhe hinaus, den der Kommissionär dem Kommittenten einräumt. Diese Art von Spekulationsgeschäften kömmt wohl häufig vor, aber immerhin in verschwindend kleiner Zahl im Vergleich zu den Terminsgeschäften überhaupt. Gerade diese Art von sogenannten Differenzgeschäften ist es nun, die öfters zur Einrede des Spieles Veranlassung giebt, und wie die neueren gerichtlichen Entscheidungen darthun, mit Erfolg — jedoch zu Unrecht, weil die thatsächlichen Verhältnisse verkannt werden. Die Wirkung erscheint mir überdies sittlich nachtheilig, denn durch die Unklagbarkeit in solchem Falle wird gerade das Gegentheil von dem hervorgerufen, was bezweckt ist.

Die Zulassung der Einrede des Spiels wird die Triebfeder zu grobem Mißbrauche.

Ich möchte dazu noch Folgendes bemerken. Es ist interessant, den Zeitpunkt wahrzunehmen, zu welchem in Oesterreich und Frankreich die Einrede des Spiels aufgehoben worden ist. In Oesterreich geschah es im Jahre 1875, das war nach dem Krach von 1873, weil dort nach meiner festen Ueberzeugung in Benutzung der Verhältnisse die üblen Folgen sehr verspürt worden sind, in Frankreich geschah es im Jahre 1885 in Folge des Bontoux-Krachs. Es sind also ganz bestimmte Momente, das ist symptomatisch interessant.

Nun giebt es noch einen dritten Fall. Dieser Fall trifft dann zu, wenn zwischen den beiden handelnden Theilen von vornherein ausdrücklich vereinbart ist, daß gar kein Mandat zu Kauf und Verkauf vorhanden sein soll, daß Bezug und Lieferung ausgeschlossen sind, und daß es sich lediglich um Verrechnung einer Differenz auf Grund des Kurses am Stichtage handeln soll. Diese Art, die man allein als wirkliches Differenzgeschäft bezeichnen muß und bezeichnen sollte, verdient freilich die Einrede des Spiels. Indeß sie kommt in der Praxis wohl kaum vor und ich bin der Ansicht, daß die Rechtsprechung leiden muß, wenn die Einrede des Spieles auch auf andere Fälle wie die letzterwähnten Anwendung finden darf.

Vorsitzender: Sie würden sich ähnlich, wie der Vorredner, dafür aussprechen, daß man die Einrede verbiete?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich halte es für sittlich besser, wenn man dahin kommt, wozu Oesterreich und Frankreich gekommen sind. Uebrigens sagt Dr. Friedrich von Hahn in seinem Kommentar zum deutschen Handelsgesetzbuch — ich habe es mir notirt —:

> „Ueber die rechtliche Natur, insbesondere über die Klagbarkeit des reinen Differenzgeschäftes nach gemeinem Recht und nach Partikularrechten siehe Stobbe, Handbuch des deutschen Privatrechtes Band III, mit welchem ich namentlich darüber einverstanden bin, daß das Differenzgeschäft weder Wette noch Spiel, sondern ein eigenartiger gewagter Vertrag ist."

Vorsitzender: Die Meinungen unter den Juristen sind sehr verschieden darüber. Auch der Juristentag hat sich mit dieser Frage beschäftigt.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich glaube, meine Herren, man darf sich in dieser Beziehung ein wenig auf praktische Beispiele berufen, und wenn ich hinzufüge, daß ich seit 10 Jahren Handelsrichter am Landgericht in Frankfurt bin, so werden Sie es nicht unbescheiden finden, wenn ich mich in dieser Beziehung etwas bestimmt ausspreche, weil ich einige Erfahrung persönlich darin gemacht

habe. Ich kann ganz bestimmt sagen: es sind nicht viele Fälle gewesen, aber kein Fall ist vorgekommen unter den verschiedenen Prozeßfällen, in dem die Einrede des Spiels nicht abgewiesen worden wäre; sie ist regelmäßig abgewiesen worden.

Vorsitzender: Auch in der höheren Instanz?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich habe darüber weiter nichts gehört, ich glaube kaum, daß anders entschieden worden ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** In Frankfurt hat die Gerichtspraxis von jeher, ohne die sogenannten reinen Differenzgeschäfte auszunehmen, Differenzgeschäfte für klagbar erklärt. Das ist ja allgemein bekannt, daß die an der Börse betriebenen Geschäfte der Regel nach mit einer Differenzregulirung enden, so daß der Satz ja ganz richtig ist, es ist gar kein Bedürfniß da, ein Geschäft zu schließen, bei welchem diese in jedem einzelnen Falle sekundär eintretende Wirkung als die alleinige zum Vertrage gestaltet wird, aber es scheint mir in den Ausführungen ein gewisser Widerspruch zu sein, wenn die Herren sagen: der Fall kommt nicht vor, aber käme er vor, so wäre es kein die Anerkennung verdienendes Geschäft. Kommen Sie nicht zu der Konsequenz, daß Sie, wenn wirklich einmal vereinbart wäre, es solle nur die Differenz regulirt werden, abgesehen vom positiven Recht, ob dieses es als Spiel rubrizirt oder nicht, auch dann sagen müssen: das ist ein ganz loyales Geschäft?

Sachv. **Goldschmidt:** Nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Warum nicht?

Sachv. **Goldschmidt:** Wegen der Natur der Sache. Wenn ein Kauf oder Verkauf seitens des Kommissionärs dem Kommittenten gegenüber stattfindet, so ist ein Rechtsverhältniß begründet, wenn aber einer sagt: heute steht dieses Papier 250, ich sage es wird ultimo 253 stehen, und der andere sagt: es wird auch ultimo 250 stehen, und die Differenz regulirt wird, dann handelt es sich um eine Wette oder um ein Spiel, dessen Erledigung am Stichtage stattfindet, indem einer dem andern die Differenz zahlt, es hat kein Kauf und Verkauf stattgefunden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn Sie sich auf den Standpunkt des positiven Rechts stellen, müssen Sie sagen: nach dem bestehenden Recht fiele das unter den Begriff des Spiels, und so lange das bestehende Recht bleibt, kann man daran nichts ändern, also ist das Spiel. Denken Sie sich aber einmal das Gesetz weg und, daß es Bedingungen gäbe, welche besagten: es braucht weder von der einen Seite gegeben, noch von anderer Seite angenommen zu werden, sondern jedes Geschäft wird ohne weiteres dadurch erledigt, daß der Seite, zu deren Vortheil das Engagement eine Differenz bringt, diese Differenz zu geben ist, würden Sie sagen: das ist kein rechtlicher Anerkennung würdiges Geschäft?

Sachv. **Goldschmidt:** Es muß ein Geschäft stattfinden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ob ich sage: ich wette mit Dir oder ich schließe einen Kauf mit Dir, oder gleichzeitig reguliren wir den Erfolg des Verkaufes, daß Keiner von uns Beiden die Berechtigung hat, der Eine anzubieten, der Andere zu verlangen, sondern es wird das als Differenz regulirt, was an dem betreffenden Tage sich als solche ergiebt, mag in Wahrheit auf dasselbe herauskommen. Auch im letzteren Falle ist nur vereinbart: wenn an dem Tage der Kurs so ist, so bekomme ich, wenn er an dem Tage anders ist, bekommst Du. Warum soll dies nun aber ungültig sein?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich stehe auf dem Standpunkte, daß Differenzgeschäfte klagbar sein sollen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Gewiß, dann verstehe ich aber die Einschränkung nicht: ja, wenn ausdrücklich gesagt worden ist, daß die Differenz nur regulirt wird, so sollen sie nicht giltig sein.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich glaube, daß hier ein Mißverständniß vorliegt. In dem einen Falle, den ich als reines Differenzgeschäft bezeichnet habe, ist überhaupt kein Mandat gegeben, in den anderen Fällen ist ein Mandat gegeben, es geschieht etwas, der Kommissionär kauft an der Börse oder läßt durch Andere kaufen und tritt in ein solches Rechtsverhältniß.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** In diesen anderen Fällen liegt überhaupt kein Differenzgeschäft vor.

Sachv. **Goldschmidt:** In diesem Falle erleidet er einen Verlust, indem er an der Börse ausführen läßt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie unterstellen bei Ihrer Betonung, das Geschäft sei ja ausgeführt, daß der Sinn eines unter der Kommission verhüllten Differenzgeschäftes der sei, es solle zwar der Kommissionär den Auftrag ausführen, aber der Kommittent zum Bezug nicht verpflichtet, wohl aber berechtigt sein. Das ist natürlich niemals ein Differenzgeschäft, auch nicht ein verhülltes.

Sachv. **Goldschmidt:** Die zwei ersten Fälle, die ich angegeben habe, laufen darauf hinaus, daß per Differenz regulirt werden kann nach dem Willen des Kommittenten, daß aber nicht der Kommissionär überhoben ist, daß er liefert oder bezieht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn aber das ausgeschlossen ist, wenn ich sage: ich schließe mit Dir eine Kommission, Du brauchst nicht auszuführen mir gegenüber und zu liefern, ich brauche nicht abzunehmen, wir reguliren nur die Differenz? Ich glaube, Herrn Simon so verstanden zu haben, blos auf Differenz zu rechnen, sei nach seiner Auffassung ein berechtigtes Geschäft. Ich rechne die Fälle, in denen besondere wirthschaftliche Gründe vorliegen, wie die Versicherung gegen die Valutendifferenz, hinweg, sondern nehme den einfachen Fall, ich betrachte die Waare als dasjenige, woran ich diese Differenz verdienen will; das betrachten Sie de lege ferenda für ein ernsthaftes, für giltig zu erklärendes Geschäft, und es ist Ihnen gleichgiltig, ob gesagt wird: wir machen es zwar in dem Effekt, es braucht dasselbe aber nicht geliefert und nicht angenommen zu werden.

Sachv. Dr. **Simon:** Es kommt nicht vor.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Da bringen die Herren den Gesichtspunkt: es kommt nicht vor. Es kommt, insbesondere im Waarenverkehr, allerdings vor, und meine Auffassung ist die: nicht dies ist das entscheidende Kriterium, sondern es ist dies nur eine Art Präsumtion dafür, daß es sich in der That hier um ein nach den in Betracht kommenden Verhältnissen unreelles, unmoralisches Geschäft handeln wird, daß es aber an sich eigentlich nichts ausmacht, ob die Lieferung ausgeschlossen oder nicht ausgeschlossen wird.

Sachv. **Weidert:** Es hat auf mich den Eindruck gemacht, daß die Aeußerungen des Herrn Präsidenten Wiener meine Ansicht bestätigen, wonach es unter Umständen recht gefährlich werden kann, wenn man in der Rechtsprechung dem Richter einen allzu weiten Spielraum läßt. Der Herr Präsident Wiener hat immer zwei Leute sich

gegenübergestellt, die mit einander verkehren, allein in der Regel findet das Geschäft in der Weise statt, daß einem Bankier von irgend welcher Seite der Auftrag zum Kauf von Papieren gegeben wird, vielleicht von anderer Seite der Auftrag zum Verkaufe, er kann ganz unmöglich alsdann mit dem A oder mit dem B in der Weise sprechen, wie Herr Präsident Wiener glaubte, daß es geschieht, sondern er hat einzig und allein die Aufträge entgegenzunehmen, er wird im Laufe des Monats eine Reihe von Aufträgen pro und contra erhalten und am Ende durch Skontro sie ausgleichen, allein immer wird, wenn ein Auftrag gegeben wird, von dem Bankier, dem Auftragnehmer vorausgesetzt werden müssen, daß es sich um Erfüllung handelt.

Vorsitzender: Wollen Sie sich, Herr Sachverständiger, irgend einen der Vorschläge aneignen, etwa eine Strafbestimmung gegen solche, welche verleiten?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich bemerke, ich würde vorschlagen, statt „Handelsangestellten" lieber „Handlungsgehülfen" zu sagen, denn „Handlungsgehülfen" ist bezeichnender für diesen Fall.

Vorsitzender: Der Prokurist ist mehr als ein bloßer Handlungsgehülfe.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich würde dafür sein, daß hierin Maßnahmen getroffen werden, daß das Aeltestenkollegium oder die Handelskammern diskretionär diejenigen, die mit Angestellten von anderen Firmen Börsengeschäfte machen, mit einer Geldstrafe belegt, und zwar müßte es ein anständiger Betrag sein, der gradatim gesteigert wird, daß zeitweilig auch der Börsenausschluß verfügt wird. Ich hätte nichts einzuwenden, wenn das in großem Umfange geschähe.

Vorsitzender: Wollen Sie die Ausdehnung auf andere Personen unselbstständiger Qualität eintreten lassen?

Sachv. **Goldschmidt:** Da giebt es meines Erachtens keine Grenze.

Vorsitzender: Hausknechte, Portiers u. s. w.?

Sachv. **Goldschmidt:** Wenn der Hausknecht in der Lotterie gewinnt, ist er vielleicht ein reicher Mann.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich wollte noch zu der Frage, die Herr Präsident Wiener gestellt hat, den Herrn Sachverständigen fragen, ob nicht wirklich ein wesentlicher Unterschied beim Ausschluß der effektiven Lieferung ist, nämlich beim Spiel und bei der Wette sowohl als beim Ausschluß der effektiven Lieferung sind beide Parteien unfrei und sind gebunden an ein außerhalb ihrer Einwirkung und ihres Willens liegendes Ereigniß, nämlich an den Kurs, der an dem Stichtage sein wird, auf den selbst einzuwirken, den selbst zu benutzen, sie gar nicht in der Lage sind, während, wenn die effektive Lieferung respektive die Abnahme gestattet ist, beide Parteien während der ganzen Zeit, daß der Vertrag läuft, Herr ihres Willens sind, einen jeden Augenblick zu dem bestehenden Kurs kaufen können. Darum ist Spiel und Wette zu betrachten unter der Aufgebung der Willensfreiheit und der Anknüpfung an einen außerhalb liegenden Zustand, der andere Zustand konservirt aber die Willens- und Aktionsfreiheit. Liegt darin nicht ein so wesentlicher Unterschied, daß es sehr wohl möglich ist, vom Standpunkt des Kaufmanns zu sagen: den Zustand der Willensfreiheit will ich konserviren, ich halte ihn für einen geregelten und guten, aber die Aufgebung dieser Willensfreiheit, ganz gleichgültig, ob ich sie beim Spiel oder bei der Wette habe, will ich nicht als etwas volkswirthschaftlich Nützliches im Handel konserviren?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Darauf möchte ich erwidern, wenn Sie die äußerste Konsequenz nicht ziehen, so kommen Sie auf eine schiefe Ebene. Sie kommen auf eine schiefe Ebene, wenn Sie sich blos auf den Satz stellen: wenn die Lieferung ausdrücklich ausgeschlossen ist, gebe ich die Ungültigkeit zu, dann aber die Konsequenz, daß dasselbe doch auch gelten müsse, wenn sie konkludent ausgeschlossen sei, verneinen, indem Sie sagen, die Ausschließung kommt überhaupt nicht vor.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Aber ich sage: eigene Aktion des Willens oder nicht eigene Aktion des Willens. Ist die eigene Aktion des Willens möglich, dann ist sie auch durch keine Konkludenz ausgeschlossen. Es handelt sich darum: ist die eigene Aktion des Willens möglich oder nicht möglich.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es giebt Leute, bei denen sich mit apodiktischer Sicherheit sagen läßt: und wenn das Engagement für sie so glänzend wie möglich ausfällt, sie können nicht Effektivlieferung oder Effektivbezug gewollt haben. Wenn ein Hausdiener oder sonstiger kleiner Mann in Ostpreußen an der Pariser Börse in Zucker spekulirt hat, so wird er, auch wenn auf dem Engagement Gewinn liegt, schwerlich Jemand erreichen, der an seiner Stelle erfüllt. Der Bankier, an den er sich wenden möchte, wird ihn von sich weisen und sagen: ich will damit nichts zu thun haben. Es giebt persönliche Verhältnisse und auf das Geschäft bezügliche Umstände, bei denen man, so weit es in der menschlichen Voraussicht liegt, annehmen muß: wenn der Mann das Geschäft gemacht hat, kann er vernünftiger Weise keinen anderen Willen gehabt haben, und der andere, der gesehen hat, daß die Verhältnisse so sind, kann auch vernünftiger Weise keinen anderen Willen gehabt haben, als daß, es mag geschehen was da will, dieses Geschäft nur im Differenzregulirungswege ausgeglichen wird. Ihre Einräumung, daß das reine Differenzgeschäft ungültig sei, bringt ungeachtet des Vorbehaltes, ein solches komme nicht vor, die Sache immer unter das Ermessen des Richters. Ich möchte daher fragen, ob Sie nicht zu der Konsequenz kommen müssen: ich halte auch dieses Geschäft überhaupt für ein zuläßiges. Wer nicht zu dieser Konsequenz kommt, wird immer auf halbem Wege stehen bleiben.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, ob nicht das Wesen beim Ultimogeschäft in Fonds so ist, daß die Prämisse, welche Herr Präsident Wiener macht, eine thatsächlich irrige ist, ob nicht das Charakteristische beim Termingeschäfte in Fonds ist, daß derjenige, der das Engagement eingeht, nicht nöthig hat, selbst zu erfüllen, sondern in der That in der Lage ist, an einer solchen Börse immer einen zu finden und ihn auch immer findet, der an seiner Stelle erfüllt. Darum erscheint mir die in der neueren Judikatur zur Aufgabe gestellte Erforschung, ob jemand selbst erfüllen kann, je nachdem er die Waare zur Lieferung oder das Geld zur Abnahme besitzt, das Wesen des Lieferungsgeschäfts nicht zu erfassen.

Vorsitzender: Die beiden Herren einigen sich nicht. Der Herr Sachverständige nimmt auch seine Meinung nicht zurück.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich möchte noch eines bemerken. Es wird hier gefragt, ob die sogenannte Börsensteuer erhöht werden soll. Das würde nach meiner Ansicht ein erhöhtes Entree zu dem Geschäft sein, das man andererseits unterdrücken will. Die Erhöhung scheint mir prinzipiell ganz unmöglich.

Vorsitzender: Wegen der Strafbestimmungen hatten Sie andeutungsweise sich ausgesprochen, daß Sie hinsichtlich der Verleitung nichts dagegen haben.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich möchte das Differenzgeschäft für allgemein klagbar erklären, andererseits aber eine solche Bestimmung, wie ich sie hier erwähnt habe.

Graf **Arnim:** Der Herr Sachverständige sagt, es würde eine Art erhöhtes Entree zu dem Geschäfte sein, wenn die Börsensteuer erhöht würde. Das wäre eine sehr erfreuliche Wirkung meiner Ansicht nach. Eine Menge kleiner Spielbanken, wo zu fünf Mark gesetzt werden konnte, sind aufgehoben worden, dagegen besteht noch eine große Spielbank, wo ein hoher Satz verlangt wird, der 20 Francs beträgt, abgesehen davon, daß auch die Reise dahin sehr theuer ist. Die kleinen Leute, der Mittelstand, sind den Versuchungen Monakos nicht ausgesetzt. Ich frage, ob nicht vielleicht auch für dieses überhandnehmende Differenzspiel an der Berliner Börse ein erhöhtes Eintrittsgeld insofern wünschenswerth ist, als dann die Hausknechte und Nachtwächter Termingeschäfte nicht machen würden. Der Herr Sachverständige hat von dem Millionär gesprochen, der überlegt, ob er nicht ein Differenzgeschäft machen soll. Diesen wollen wir nicht abhalten, sondern wir suchen nach Mitteln und Wegen, um die kleinen Leute sowie den Mittelstand von der Verführung abzuhalten. Wenn das erhöhte Eintrittsgeld, die erhöhte Steuer das Differenzspiel zu beschränken geeignet wäre, so würde ich dem Herrn Sachverständigen doch zu erwägen anheimgeben, ob er nicht das erhöhte Eintrittsgeld für recht wünschenswerth erachten muß.

Sachv. **Goldschmidt:** Erstlich glaube ich nicht, daß eine Erhöhung der Steuer Wirkung haben würde, denn wenn jemand, dem es nicht zukommt, so pflichtvergessen im höchsten Grade ist, daß er sich in Börsengeschäfte einläßt, so können die Steuersätze so hoch sein, wie sie wollen, er thut es doch. Dann aber kann noch meiner Grundanschauung überhaupt in diesem Falle von der Anwendung einer Steuer gar nicht die Rede sein.

(Halbstündige Pause.)

Vorsitzender: Wir wollen in der Vernehmung der Herren Sachverständigen fortfahren, es würde Herr Maier an der Reihe sein, sich über den Terminhandel auszusprechen.

Sachv. **Maier:** Ich kann mich bezüglich der Auffassung des Terminhandels im wesentlichen den Anschauungen anschließen, die Herr Geheimrath von Pflaum und mein Kollege, Herr Goldschmidt, ausgesprochen haben, ich bin überhaupt der Ansicht, daß bezüglich der Beurtheilung der öffentlichen Schädigungen der Börse oder bezüglich der wirklich vorhandenen Schädigungen der Börse eine sehr weitgehende Begriffsverwirrung herrscht, und daß man gewisse Dinge für diese Nachtheile verantwortlich zu machen sucht, die mit denselben entweder unvereinbar sind oder mit ihnen nichts zu thun haben. Was speziell das Termingeschäft anbelangt, so möchte ich den höchst interessanten Ausführungen des Herrn Goldschmidt nur noch das hinzufügen, daß das Termingeschäft auch eine ganz gewaltige Bedeutung als ein Zweig des Geldanlagegeschäfts und der internationalen Geldvermittelung hat, und daß, das Termingeschäft in dieser Beziehung in Deutschland etwa abschneiden zu wollen, nichts anderes heißen würde, als Deutschland von der wirthschaftlich nothwendigen Entwickelung der modernen Kreditverhältnisse bis zu einem gewissen Grade

auszuschließen und auf einen Isolirschemel zu setzen. Es unterliegt keinem Zweifel, daß ganz bedeutende flottante Kapitalien sich dem mit dem Termingeschäft in engster Verbindung stehenden Reportgeschäft zuwenden, daß dieses Reportgeschäft einen sehr wesentlichen Einfluß auf die Gestaltung der Diskontosätze, speziell des internationalen Verhältnisses der Diskontosätze und damit auch der Rimessenkurse und der gesammten Gold- und Edelmetallbewegung ausübt. Es möchte vielleicht eine der Ursachen der Thatsache, die Herr Goldschmidt angeführt hat, daß nämlich das Termingeschäft in England am allermeisten entwickelt ist, auch die sein, daß in England sehr bedeutende flottante Kapitalien jeder Zeit auch für das Termingeschäft beziehungsweise für das Reportgeschäft vorhanden sind. Hier auf diesem Gebiete findet speziell wieder in Gestalt großartiger Arbitrage eine Ausgleichung der Zahlungsbilanz und in Folge dessen eine Ausgleichung der Zinssätze statt, die vielfach sehr unterschätzt wird. Es dient als ein gewisser Beleg hierfür auch die Thatsache, welche Herr Goldschmidt angeführt hat, daß speziell die Länder mit einem hochentwickelten wirthschaftlichen Leben gewissermaßen an der Spitze nicht sowohl des Termingeschäftes, als vielmehr eines hochentwickelten Reportgeschäftes stehen, das wieder sein besonderes Kennzeichen findet in der bequemen, einem gewissen Clearing nahekommenden Ausgleichung der im Laufe eines gewissen Zeitraumes nicht nur, sondern auch räumlich zwischen den verschiedenen wirthschaftlich bedeutenden Völkern stattfindenden Transaktionen.

Das Termingeschäft hat also in dieser Beziehung eine absolute und sogar international wirthschaftliche Bedeutung, und wenn wir die engeren Wirkungen betrachten wollen, welche etwa durch eine Einschränkung des Reportgeschäfts in Deutschland entstehen würden, so müssen wir uns sagen, daß, während bedeutende Summen von Geldern heute der Börse durch das Termingeschäft, durch die regelmäßigen Termine der Abwickelung und durch die starken Anlagen, welche die großen Geldbesitzer und die großen Bankhäuser an diesen Terminen ausführen, zur Verfügung stehen, die bedeutenden Anlagen dieser Art im selben Augenblicke, in dem das Termingeschäft eingeschränkt würde, nicht mehr gemacht würden, daß also mit anderen Worten dann der Börse und damit auch der allgemeinen Cirkulation ansehnliche Mittel entzogen, beziehungsweise nach anderen Gebieten hingelenkt werden würden. Wenn diese Mittel nun gewissermaßen durch eine Ablenkung des Termingeschäfts auf den Kontantmarkt eine Verschiebung erfahren würden, so unterliegt es keinem Zweifel, daß diejenigen großen Kapitalisten, beziehungsweise großen Bankfirmen, die seither ihre Mittel für Reportzwecke zur Verfügung stellten, weil sie sicher waren, zu einem höheren oder niedrigeren Zinsfuße jedenfalls am Ende des Monats dafür Verwendung zu finden, sich hüten würden, diese Mittel parat zu halten, um sie dem Kontantgeschäft zur Verfügung zu stellen, von dem sie nicht wissen können, ob es nicht viele Tage diese Mittel brachliegen ließe. Es würde eine wesentliche Verschiebung eintreten — ich will nicht untersuchen, in welcher Richtung — aber ich glaube daß jedenfalls diese Gelder, oftmals auch ausländische Gelder, in anderer Weise Anlage suchen würden, und daß Deutschland im internationalen Verkehr benachtheiligt und gegenüber anderen kräftigen Handelsnationen auf eine Art kleineren Standpunktes zurückgeführt werden würde. Die Bemerkungen, die bezüglich der amerikanischen Verhältnisse ausgesprochen worden sind, möchte ich mir noch dahin zu ergänzen gestatten, daß die Spekulation speziell an der New-Yorker Börse, die heute noch die

maßgebende in Amerika ist und wohl auf lange Zeit hinaus trotz der Bemühungen von Chicago, noch bleiben wird, lediglich auf das Kontantgeschäft gerichtet ist, daß aber in diesem Kontantgeschäft nicht nur die wildesten Spekulationen stattfinden, sondern daß daraus weit größere Nachtheile, als aus dem Termingeschäft, hervorgehen. Es ist bekannt, daß durch das Kontantgeschäft an der New-Yorker Börse Zinssätze, welche pro Tag 1/2 bis 1 Prozent betragen, also oft 100, 200 und 300 Prozent pro anno ausmachen, von der Spekulation bezahlt werden müssen, um die betreffenden Engagements zu halten, und daß damit dieses Kontantgeschäft, wie es an der New-Yorker Börse gehandhabt wird, viel gefährlicher, viel ruinöser ist, als dasjenige Geschäft, welches bei uns per ultimo oder an verschiedenen Märkten auf einen gewissen Termin stattfindet und infolgedessen mit relativ geringeren Schwankungen zu rechnen hat, beziehungsweise daß die Verluste, die durch derartige Bewegungen eintreten, bei uns im Jahre 12 Mal, in New-York unter Umständen 300 Mal im Jahre zu Tage treten. Die scheinbare Solidität speziell der New-Yorker Börse in Bezug auf das Kontantgeschäft verdreht sich also, wenn man die Verhältnisse genauer ansieht, in eine nach unseren Begriffen beinahe schwindelhafte Konjunktur, die wenigstens zu gewissen Zeiten in sehr empfindlicher Weise wirkt. Was die augenblickliche Strömung in Amerika anlangt, gegen das Termingeschäft einzutreten, so bin ich gegen die Anwendung derartiger gesetzgeberischer amerikanischer Maßregeln auf unsere Verhältnisse außerordentlich skeptisch, die Verhältnisse in Amerika liegen so merkwürdig, daß nicht nur politische, sondern auch eine große Menge von anderen Verhältnissen auf derartige Bestimmungen einwirken, auch gewisse Machtverhältnisse von Konsortien, Gesellschaften u. s. w., die bestimmte Interessen verfolgen, welche wir von hier aus nicht übersehen können, während andererseits in Amerika hochbedeutsame wirthschaftliche Einrichtungen, wie wir sie bei uns haben, einfach aus politischen Gründen unmöglich sind, wie z. B. um nur ein Beispiel anzuführen, die Centralisation des Geldumlaufes in einem Institut, das etwa unserer Reichsbank ähnlich wäre, in Amerika ganz einfach aus politischen Gründen unmöglich ist und infolge dessen ein amerikanischer Diskontomarkt so gut wie nicht vorhanden ist. Analogien zwischen Amerika und Europa beziehungsweise Deutschland lassen sich in dieser Beziehung nur sehr schwer, beziehungsweise nur aus einer ganz genauen Kenntniß der einschlägigen Verhältnisse und Motive heraus ziehen. Was die ferner angeregte Frage der größeren Schärfe der Spekulationskrisis von 1873, des sogenannten Krachs, in Wien und Deutschland betrifft, so möchte ich darauf aufmerksam machen, daß gerade in Wien in hervorragendem Maße die niedersten Klassen der Bevölkerung bis herunter zum Droschkenkutscher und Dienstmädchen in die Spekulation hineingezogen worden sind, was bei uns immerhin, wenigstens wie behauptet wird, nicht in diesem Maßstabe der Fall gewesen ist. Im allgemeinen bin ich der Ansicht, daß das Termingeschäft, wenn es auch mit manchen wirthschaftlichen Nachtheilen verknüpft ist, in unserem entwickelten Wirthschaftsleben eine ähnliche Rolle spielt, wie das Kreditgeschäft auf einem anderen Gebiete, d. h. daß es eine absolute wirthschaftliche Nothwendigkeit ist, die sich nicht vermeiden läßt und die sich unter keinen Umständen beschränken läßt, wenn man nicht den Verkehr beschränken will oder wenn man nicht unser großes Vaterland und unser großes deutsches Handelsvolk auf eine zweite Stufe der wirthschaftlichen Entwickelung herabdrücken will. Auch

das Kreditwesen hat eine Menge von ganz unvermeidlichen Nachtheilen, aber es würde ganz gewiß von jeder Seite, auch von entschiedenen Antikreditfanatikern perhorrescirt werden, wenn man das Kind mit dem Bade ausschüttete und etwa den Kredit als verderblich bezeichnete einfach aus dem Grunde, weil Mißstände und Aus-schreitungen damit in Verbindung getreten sind. Die Begriffe Terminhandel und Differenzgeschäft treffen dasjenige, um was es sich hier im Interesse der Börse, wenn ich so sagen soll, handelt, meines Erachtens durchaus nicht, und um dieses darzuthun, gestatte ich mir ein Beispiel aus meiner eigenen Erfahrung anzuführen, das sich auf einen Fall bezieht, der in kaufmännischen Kreisen nicht selten vorkommen dürfte. Als im vorigen Jahre die Roggenpreise durch das Russische Ausfuhrverbot auf circa 260 Mark gestiegen waren und gleichzeitig der Spirituspreis über 50 Mark betrug, wurde ich von einem mir nahestehenden bedeutenden Rittergutsbesitzer darüber befragt, wie er es wohl machen könnte, um sich diese Vortheile für seinen landwirthschaftlichen Betrieb zu sichern. Er sagte mir: ich würde bei einem Roggenpreis von 260 Mark und einem Spirituspreis von ungefähr 54 Mark ganz entschieden nach meinen Produktionskosten einen eminent günstigen Abschluß machen, ich kann aber mein Getreide — es ist jetzt Monat Juli — erst im Oktober oder November dreschen und meinen Spiritus produzire ich erst gegen den Herbst und Winter hin, wie soll ich es machen? Ich war genöthigt, dem Manne zu sagen: Da bleibt Ihnen nichts übrig, als an der Berliner Produktenbörse das Quantum von Roggen, welches Sie dreschen werden, auf Zeit zu verkaufen, und das Quantum Spiritus, das Sie brennen werden, ebenfalls auf Zeit, auf Termin per Oktober, November, Dezember zu begeben. Ja, sagte mir der Mann, ich kann zu der Zeit nicht liefern, das stimmt nicht zu dem Zeitpunkt, zu dem ich die Produkte hereinbekomme, und ich habe auch die lieferungsfähigen Qualitäten nicht rc., ich kann nicht nach Berlin liefern. Dann sagte ich ihm, nehmen Sie den Zeitpunkt, zu dem Sie Ihre Produkte sonst verkaufen, decken sich in Berlin das per Termin verkaufte Quantum ein und verkaufen Ihre disponible Waare am Platze oder in der unmittelbaren Nähe. Der Gedanke hat ihm eingeleuchtet, und er hatte nur das eine Bedenken, daß er mir sagte: damit mache ich eigentlich ein Termingeschäft, und es könnte mir passiren, daß ich Ende Oktober oder Ende November das Quantum, das ich abgeschlossen habe, liefern müßte und das könnte ich nicht, das ist mir unangenehm. Gut, sagte ich ihm, dann bedingen Sie sich ausdrücklich, daß Sie hier ein reines Differenzgeschäft machen, d. h. daß Sie die Absicht haben, Ende Oktober oder Ende November dieses Geschäft durch Gegenkauf an der Berliner Börse auszugleichen und gleichzeitig Ihre Erträgnisse effektiv, wie alle Jahre, zu verkaufen. Aus diesem Beispiel, das der betreffende Gutsbesitzer zu seinem großen Schaden nicht befolgt hat, wie er mir später sagte, geht ganz einfach hervor, daß der Mann eine ganz außerordentlich solide Handlung begangen hätte, wenn er sein Getreide und seinen Spiritus an der Berliner Produktenbörse auf Termin verkauft hätte, und daß er sogar eine durchaus berechtigte Handlung begangen hätte, wenn er in der Absicht, dieses Zeitgeschäft nur als Deckung zu benutzen und das betreffende Quantum wieder einzudecken, um dann seine effektiven Erzeugnisse zu verkaufen, ganz bestimmt die Abrede des reinen Differenzgeschäftes getroffen hätte. Ich glaube, das Zutreffende dieses Falles kann nicht bestritten werden, und es geht daraus hervor, daß nicht nur der Abschluß eines Termingeschäfts,

sondern auch der Abschluß eines ganz ausgesprochenen sogenannten Differenzgeschäfts nach den Begriffen unserer Jurisdiktion unter Umständen ein durchaus legitimes und nicht zu beanstandendes Geschäft sein kann. Den Begriffen und Gewohnheiten des Gutsbesitzers liegen solche Geschäfte freilich fern, und ich habe das Beispiel auch nur durchgeführt, um meine Anschauung zu beweisen. Aber selbst der Gutsbesitzer wird Vortheil von dem Bestehen des Terminhandels auch dann haben, wenn er sich nicht unmittelbar seiner bedient. In der Praxis wird sich der Fall so gestalten, daß der Gutsbesitzer seinem Kommissionär an der Berliner Börse den Roggen und Spiritus einfach per Herbst verkauft und dann mit der Sache nichts mehr zu schaffen hat. Sache des Kommissionärs, des Kaufmanns, wird es sodann sein, an dem Geschäfte durch kluge Ausnutzung der Platz- und der Reportverhältnisse einen gewissen bescheidenen Nutzen zu erzielen: bestände der Terminhandel nicht, so wäre der Kommissionär zum Abschluß dieses Geschäftes nicht in der Lage, und der mittelbare Vortheil desselben ginge dem Gutsbesitzer ebenfalls verloren. Das Beispiel illustrirt auch trefflich die Wirkungen des Terminhandels auf die Preisschwankungen: würden viele Besitzer im Juli ihr Getreide per Herbst verkauft haben, so wäre der dringenden damaligen Nachfrage gegenüber ein stärkeres Angebot entstanden — der Preis wäre, anstatt auf 260 Mark, vielleicht nur auf 255 oder 250 Mark gestiegen — während im Oktober—November, durch das dann naturgemäß entsprechend verminderte Angebot, der Preis vielleicht nicht auf 220, sondern nur auf 225 oder 230 Mark gefallen sein würde. Also in diesem Falle, wie in sehr vielen Fällen sind geringere Schwankungen die Folge des Terminhandels! — Aehnlich liegt es z. B. auch auf dem Gebiete des Bergwerksaktienmarktes, das vorhin zwischen Herrn Geheimrath Gamp und Herrn Dr. Simon diskutirt wurde. Nicht die Termin-Notirung, sondern die im kontanten Geschäfte ebenso gut und vielleicht noch besser mögliche Spielwuth ist die Ursache der starken Kursschwankungen, und ich glaube sicher, daß die Bergarbeiter, wozu ich sie wie alle Erwerbskreise für vollständig berechtigt halte, sich kontante Kurse ebenso scharf ansehen würden, als sie dies bezüglich der Zeitkurse thun. — Das ist das Wesentliche, was ich über das Termingeschäft zu sagen hätte. Meine Ausführungen gipfeln darin, daß ich behaupte, daß das Termingeschäft für uns nothwendig, nicht zu entbehren ist, und daß auch nicht in dem Begriffe des Termingeschäfts an sich diejenigen Nachtheile liegen, die Veranlassung gegeben haben, den Börsenverhältnissen näher zu treten. Ich möchte noch darauf aufmerksam machen, daß die Etablirung eines Terminhandels unter Umständen von außerordentlich großem Vortheile sein kann nicht nur für die allgemeinen wirthschaftlichen Verhältnisse, sondern direkt für den Staat. Es sind mit großem Recht im vorigen Jahre oder vor zwei Jahren, als der Typus der dreiprozentigen Deutschen Anleihen entstand, Versuche gemacht worden, diese Papiere dem Terminhandel zugänglich zu machen, diese Versuche sind leider mißlungen, warum, weiß ich nicht, entweder war das Interesse der Börsenkreise zu klein, oder es war kein Kreis vorhanden, der ein Opfer dafür übrig gehabt hätte. Ich habe meinerseits dies außerordentlich bedauert, denn ich würde es für das Deutsche Reich für einen außerordentlich großen Vortheil halten, wenn nicht nur an den deutschen Börsen, sondern auch an den internationalen Börsen dreiprozentige oder dreieinhalbprozentige Reichsanleihe Terminpapier wären, das heißt wenn die Möglichkeit gegeben wäre, die gewaltigen Transaktionen,

die darin wenigstens stattfinden sollten, auf diesem Wege einer besseren und rascheren Ausgleichung zu vollziehen und speziell für den Fall einer politischen Krisis ein Mittel an der Hand zu haben, um unter Umständen mit Hülfe anderer Börsen große Beträge eines derartigen Anlehens von Seiten des Reichs flüssig zu machen, die in einer solchen Zeit auf dem Kontantmarkt unter keinen Umständen flüssig zu machen sind oder nur unter ganz gewaltiger Einbuße und Kursherabsetzung. Es geht daraus hervor, meines Erachtens wenigstens, daß selbst für einen großen Staat die Möglichkeit, seine Papiere auf Zeit gehandelt zu sehen, nicht nur wirthschaftliche, sondern unter Umständen auch sehr bedeutende politische Vortheile, ja geradezu ein Machtmittel im Falle von Krisen bedeuten kann.

Freiherr **v. Huene:** Ich bin davon ganz überzeugt, daß von einer Abschaffung des Terminhandels gar nicht die Rede sein kann. Nun hat aber der Herr Sachverständige ein Beispiel angeführt, das ich hier nicht unwidersprochen lassen möchte. Er hat uns einen Gutsbesitzer vorgestellt, der von den günstigen Getreidepreisen und Spirituspreisen zur Zeit des Sommers Vortheile ziehen will, und hat ihm gerathen, wie er das thun soll. Ist der Herr Sachverständige der Ansicht, daß dieses ein Geschäft ist, welches mit dem Gutsbesitzer an sich etwas zu schaffen hat? — Das kann jeder andere Mensch auch machen, denn auch dieser Gutsbesitzer hat von dem Getreide nichts verkaufen wollen und kein Getreide kaufen wollen, sondern ein reines Differenzgeschäft machen wollen. Sie haben selbst gesagt, Sie haben ihm gerathen. Er macht das Geschäft als reines Differenzgeschäft, mit seinem Geschäft als Gutsbesitzer, mit dem Verkauf des Getreides hat es nichts zu thun, jeder kann genau dasselbe Geschäft machen. Ich möchte fragen, ob es wünschenswerth ist, daß wir Gutsbesitzer in dieser Weise an der Börse uns betheiligen, daß wir nach dem Getreidepreis sehen und denken, wie wird er sich gestalten, daß wir den Moment benutzen, der günstig ist, um ein solches Differenzgeschäft zu inscenirеn. Ich selbst habe große Bedenken, aber ich möchte den Herrn Sachverständigen danach fragen, denn was dem einen recht ist, ist dem andern billig, und der Herr Sachverständige hält es für eine ganz gesunde Entwickelung des Geschäfts als Gutsbesitzer, wenn wir in dieser Weise unsere Dinge abwickeln.

Vorsitzender: Es ist eine Versicherung gegen den Rückgang des Getreidepreises.

Sachv. **Maier:** Ich bin allerdings der Ansicht, daß auch der Gutsbesitzer in unserer wirthschaftlich hoch entwickelten Zeit nothwendig hat, den Blick zu schärfen und sich alle Möglichkeiten zu sichern, um seine Produkte in so günstiger Weise als es überhaupt möglich ist, zu verwerthen, wie überhaupt unsere Zeit an jeden Beruf erhöhte Anforderungen stellt. Ich bin ferner der Ansicht, daß jeder Gutsbesitzer, der sicher ist, 100 Tonnen Weizen oder Roggen zu dreschen, ein absolut legitimes Geschäft eingeht, wenn er sich des vorhandenen Mittels des Termingeschäfts bedient, um den ihm nach seiner Ueberzeugung günstigen d. h. die Produktionskosten deckenden beziehungsweise übersteigenden Preis sich zu sichern. Die Thatsache, daß er dann gewissermaßen dieses Deckungsgeschäft, das er nur an der Börse übernommen hat, wieder abwickelt und dagegen sein effektives Getreide an Ort und Stelle verkauft, bedeutet lediglich eine technische Operation, hat für die Sache selbst keine Bedeutung. Ich würde deshalb den Gutsbesitzer, der so handelt, für einen weit weniger spekulativen Grundbesitzer halten, als denjenigen, der viel-

leicht bis zum Monat Oktober oder Navember wartet, zu welcher Zeit unter Umständen die russische Grenze aufgemacht werden wird und er statt 260 nur 200 Mark bekommt, ich würde sagen, der Mann hat vallständig recht gehandelt. Wenn z. B. der Grundbesitzer, der weiß, daß er im Manat Navember 100 Tonnen Roggen ausdrischt, statt dessen 200 oder 300 Tonnen verkauft, dann würde ich allerdings zu dem Resultate kammen, der Mann ist in gewissem Sinne ein Spekulant, er hat ein Spielgeschäft unternehmen wollen, wenn er aber des vorhandenen Mittels des Termingeschäfts sich bedient, um sein effektiv zu erlangendes Quantum an Roggen oder Spiritus mit Hülfe dieses Mittels zu verkaufen und so zu manipuliren, daß er sich abzüglich vielleicht einer Kourtage ader Kastendifferenz von 2 bis 3 Mark pra Tanne seinen Preis gesichert hat, so sage ich, das ist der salideste Gutsbesitzer, den es giebt, trotzdem er ein Termin- und ausgesprochenes Differenzgeschäft geschlossen hat.

Vorsitzender: Würden Sie eines der vorgeschlagenen Mittel sich aneignen, um dem wirklichen Börsenspiel entgegenzutreten? Sie haben ausgeführt, daß in dem von Ihnen erörterten Falle ein Spiel nicht vorliegt, sondern das berechtigte Streben, von dem Preise zu profitiren, aber nun giebt es zahlreiche Formen des Differenzgeschäfts, die auf das Spiel berechnet sind.

Sachv. **Maier:** Ich bin entschieden der Ansicht, daß alle Deklamatianen gegen das Termin- und Differenzgeschäft — und in dieser Beziehung stelle ich mich auf den Standpunkt des Herrn Präsidenten Wiener, daß auch das ausgesprachene Differenzgeschäft eigentlich van diesem Gesichtspunkte aus nicht bemängelt werden kann — die Sache nicht treffen und lediglich ein Spiel mit Worten sind, weil ein Begriff fehlt, wie die Sache zu definiren ist. Nichtsdestoweniger bin ich fest überzeugt, daß genau so, wie mit dem Kreditgeschäft der Wucher verbunden ist, mit der legitimen Börsenthätigkeit eine gewisse Vereigenschaftung der Börse, ich brauche einen kurzen Ausdruck, zur Spielhölle zusammenhängt, also zu der Möglichkeit, für Kreise, die nicht dazu gehören, ihrer Spielsucht zu fröhnen, und ich würde es für eine außerardentlich wichtige und ganz besanders im Interesse der Börse selbst gar nicht zu unterschätzende segensreiche That halten, wenn es möglich wäre, dieser von den legitimen Aufgaben der Börse bis jetzt unzertrennlichen Förderung der Spielsucht einen wirksamen Damm entgegenzusetzen. Ganz verhindert wird sie niemals werden, aber man wird sie vielleicht in irgend einer Richtung einschränken können. Die verschiedenen Vorschläge, die hier in Frage 7 unter a bis f aufgeführt sind, scheinen mir im allgemeinen in dieser Beziehung entweder nicht zuzutreffen oder verhältnißmäßig wenig zu nützen. Daß das Differenzgeschäft für nichtig oder unklagbar erklärt wird, würde nur dann einen bestimmten Werth haben, wenn eben eine bestimmte Definition dieses Differenzgeschäfts stattfinden könnte, die wir bis jetzt nur in einer absolut ungenügenden Richtung haben, d. h. in einer Richtung, welche, wie die meisten Sachverständigen angeführt haben, beinahe niemals in dem praktischen Leben varkommt. Daß eine Beschränkung für alle Termingeschäfte mit Privatpersonen eingeführt würde, das halte ich für ebenso unmöglich aus dem einfachen Grunde, weil nicht der Begriff des Termingeschäfts, sondern der Begriff, wenn ich mich sa ausdrücken darf, des ideal reinen Differenzgeschäfts, des Spiels, für mich das Entscheidende ist, eine Thatsache, die ebensa bei dem Kassageschäft als bei dem Termingeschäft möglich ist. Es unterliegt für mich keinem Zweifel, daß die Schwankungen,

welche im Kassageschäft stattfinden können, unter Umständen viel größer sein können und sein müssen, als diejenigen, die im Termingeschäft bestehen: je größer das Niveau eines Wasserbassins ist, desto leichter gleichen die verschiedenen Schwankungen sich aus, je kleiner das Bassin ist, desto größer sind die Erschütterungen, die durch Zufluß oder Abfluß herbeigeführt werden. Deshalb muß auf dem Kassamarkt jede Beunruhigung, sei sie allgemeiner oder vereinzelter Natur, viel intensiver wirken als auf dem Terminmarkt, wobei ich durchaus nicht bestreiten will, wie durch den vergrößerten und erleichterten Umsatz, besonders im Waarenfache, es möglich ist, daß größere Schwankungen zeitweise auch in gewissen bedeutenden Artikeln des Terminmarktes eintreten. Was den Ausschluß der Handelsangestellten, beziehungsweise der Handlungsgehülfen, wie es richtiger definirt worden ist, betrifft, so möchte ich mir gestatten, ohne hierin irgend welchen Antrag stellen zu wollen, noch auf einen Punkt hinzuweisen, der mir in dieser Beziehung nicht unwichtig zu sein scheint. Ich glaube, wenn man die Handelsangestellten — es handelt sich hier hauptsächlich um die Angestellten der Bankfirmen, und die Angestellten der Bankfirmen sind am allerzahlreichsten in den Aktienbanken — nicht von dem Termingeschäft, sondern von denjenigen Spielgeschäften, wenn ich so sagen darf, ausschließen will, die über eine Anlage ihres Vermögens hinausgehen, dann wird man vor allen Dingen auch das Beispiel ausschließen müssen, und es ist eine nicht ganz unbekannte Thatsache, daß, wenn auch nicht heute, so doch in den Zeiten gewisser scharfer Bewegungen, wie wir sie in dieser Beziehung hinter uns haben, nicht allein von den Handelsangestellten in erster Linie, sondern von den Direktoren der großen Banken ganz bedeutend gesündigt worden ist; es erscheint mir merkwürdig, wenn man, um ein Bibelwort zu gebrauchen, dem Ochsen das Maul verbinden will und demjenigen, der ihn leitet, es nicht verbindet. Ich glaube, das Beispiel wirkt sehr fatal, und ich möchte deshalb lebhaft wünschen, daß auf irgend einem Wege die Möglichkeit gegeben würde, speziell die Direktoren von Aktienbanken und die persönlich haftenden Gesellschafter von Kommanditgesellschaften auf Aktien von der Spekulation und von allen Geschäften abzuhalten, die über die Anlage ihres Vermögens hinausgehen. Eine derartige Bedingung wird ja meist in den Anstellungsverträgen gestellt, aber selten beobachtet, und ich glaube, daß man es einem Angestellten nicht verdenken kann, mit 50 oder 60 Stück in einem Papier zu spekuliren, wenn er sieht, daß sein Direktor mit Tausenden engagirt ist. Ich halte das für einen ganz großen Krebsschaden.

Vorsitzender: Durch welche Mittel wollen Sie dem entgegentreten?

Sachv. **Maier:** Ich weiß nicht, ob eine derartige Bestimmung in das Aktiengesetz gehört. Ich sehe nicht ein, warum der Vorstand eines Aktieninstituts — ich will gar nicht von Spekulationen sprechen, die in eigenen Aktien unternommen werden, worüber wir nicht so gut unterrichtet sind — der meistens auf einen bedeutenden Gehalt und auf eine ansehnliche Tantieme gestellt ist, nicht auf einen solchen Nebenverdienst im Interesse der Stellung und der Autorität verzichten soll, ebenso wie der Staatsbeamte durch seine Stellung dazu veranlaßt ist.

Vorsitzender: Was für ein Präjudiz würden Sie daran knüpfen, wenn das verboten wäre?

Sachv. **Maier:** Ich will nur im allgemeinen den Gedanken angeben, weil ich diese Thatsache für sehr schädlich und das Beispiel für sehr nachtheilig erachte, und

muß es selbstverständlich den Herren Juristen überlassen, wie sie etwa ein derartiges Verbot codifiziren oder eine Verhinderung des jetzigen Zustandes herbeiführen wollen. Daß dieser Umstand viele Nachtheile speziell bei uns in Deutschland herbeigeführt hat, unterliegt für mich keinem Zweifel.

Vorsitzender: Es ist wiederholt bemerkt worden, man könnte nur auf dem Disziplinarwege gegen solche Personen vorgehen, die mit Angestellten handeln.

Sachv. **Maier:** Das Aktiengesetz kennt eine Menge von Strafparagraphen: ich sehe eigentlich nicht ein, warum auch nicht demjenigen, der an der Spitze eines Aktieninstituts steht, gewisse Geschäfte, die über die Anlage seines Vermögens hinausgehen, einfach untersagt werden sollen, was eigentlich durch den Begriff noblesse oblige von selbst untersagt sein müßte.

Vorsitzender: Es fragt sich, was für Geschäfte ihnen untersagt sein sollen. Sollen sie gar keine Geschäfte an der Börse machen?

Sachv. **Maier:** Ich bin der Ansicht, daß sie überhaupt kein Geschäft, welches über die Anlage ihres Vermögens hinausgeht, machen sollen.

Vorsitzender: Es läßt sich das im Wege der Anstellungsverträge erreichen; es zum Gegenstand einer Strafbestimmung zu machen, dazu wäre der Ausdruck „über sein Vermögen" doch wohl bedenklich.

Sachv. **Maier:** Das ist außerordentlich schwierig, die Anstellungsverträge werden auch oftmals nicht beobachtet, einfach deshalb, weil die betreffenden Aufsichtsrathsmitglieder, welche den Direktor angestellt haben, sich auch der gleichen Sünden schuldig machen und daher unmöglich den Direktor verurtheilen können.

Vorsitzender: Sie wollen die Angestellten von Privatfirmen treffen, nicht blos von Aktienunternehmungen; es bedürfte dazu einer allgemeinen Bestimmung, die in das Aktienrecht nicht gehören würde.

Sachv. **Maier:** Dem Chef einer Privatfirma es zu verbieten, so weit kann man nicht gehen, aber den Vorstand einer Aktiengesellschaft betrachte ich in gewissem Sinne als eine öffentliche Person.

Vorsitzender: Ich meine die Prokuristen und Handlungsgehülfen.

Sachv. **Maier:** Da würde ich ganz damit einverstanden sein, wenn auf dem Wege des Ausschlusses von der Börse diejenigen Firmen bestraft würden, die mit Handelsangestellten anderer Firmen Geschäfte machen.

Vorsitzender: Diese wollen Sie durch Disziplinarmittel zwingen. Gegen die Direktoren wollen Sie eine Strafbestimmung?

Sachv. **Maier:** Ich glaube nicht, daß es möglich ist, daß man die Direktoren der Aktiengesellschaften den Angestellten gleichstellt, aber ich glaube, es könnte ein Weg gefunden werden, und ich möchte beinahe sagen, schon die Besprechung dieses Uebelstandes würde unter Umständen geeignet sein, den einzelnen betreffenden Leuten den Gedanken nahe zu legen, daß die Sache sich eigentlich nicht mit ihrer Stellung vertrage.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ließe sich eine Ausdehnung der konkursrechtlichen Bestimmung in dem Sinne denken, daß, wenn eine derartige Gesellschaft bankerott wird, auch der Differenzhandel, den die betreffenden für sie verantwortlichen Personen für ihre eigene

Rechnung betrieben haben, wenn er übermäßig ist, unter Strafe gestellt wird, aber das scheint nicht das zu sein, was Sie wollen. Sie wollen eine absolute Strafvorschrift für den Differenzhandel, die die Direktoren eines Vereins, der gewisse öffentliche Pflichten hat, treffen soll.

Sachv. **Maier:** Ich muß mich hier bescheiden, ich lege den Finger in eine vorhandene Wunde; wie diese Wunde geheilt oder gebessert werden kann, das zu sagen fühle ich mich außer Stande. Ob auf strafrechtlichem oder auf civilrechtlichem Wege vorgegangen werden soll, ist eine Frage, welche ich persönlich nicht entscheiden kann. Ich will mich bezüglich der Bedeutung der Thatsache einfach darauf berufen, daß notorisch bei allen denjenigen Aktieninstituten, die in schwere Schwulitäten oder in Bankerott gerathen sind, das Bestehen bedeutender Spekulationskonti von Seiten der betreffenden Direktoren einer der wesentlichen Nebenumstände war, der aber beinahe typisch sich wiederholt hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das würde gedeckt werden durch eine entsprechende Ausdehnung der Bestimmung der Konkursordnung, aber das andere, was Sie vor Augen haben, nämlich das Beispiel, das eine derartige Spekulation für die jungen Leute giebt, würde durch eine solche Vorschrift nicht gedeckt werden, aber ich nehme an, das Bedürfniß wird dadurch gedeckt, daß eine Spekulation nur unter Genehmigung des Prinzipals, in diesem Falle des Aufsichtsrathes, stattfinden darf.

Sachv. **Maier:** Das ist heute ja eigentlich schon der Fall.

Vorsitzender: Die bestehenden Bestimmungen decken wohl diesen Fall; in den bekannten Fällen der Leipziger Diskontobank, der Geraer Handelsbank und wie sie heißen, sind die Direktoren zu nachdrücklichen Strafen verurtheilt worden oder würden dazu verurtheilt worden sein, wenn sie sich nicht dem Abschluß des gerichtlichen Verfahrens entzogen hätten.

Sachv. **Maier:** Das ist richtig, diese Fälle sind es aber nicht allein, sie sind ein Symptom einer gewissen Krankheit, und es giebt viele Fälle, in denen diese Krankheit nicht zu Tage tritt. Wenn man die Quelle nicht verstopft, so kann man unter Umständen nicht darüber klagen, wenn eben der Zufluß weiter geht. Wenn man den Handelsangestellten, die in vielen Fällen nur ihrem Vorgesetzten nachspekuliren, die Spekulation verbietet, so begeht man eine unlogische Handlung, weil man nicht in der Lage ist, das Uebel an der das Beispiel gebenden Quelle zu unterdrücken.

Vorsitzender: Tritt eine Zahlungseinstellung ein, so dürften die Vorschriften über den betrügerischen Bankerott und einfachen Bankerott ausreichen. Es fragt sich eben, ob man nicht disziplinarisch an der Börse gegen diejenigen Firmen einschreiten soll, die mit solchen Leuten Geschäfte machen.

Sachv. **Maier:** Auch das würde nichts nützen und zwar aus dem Grunde, weil derartige Geschäfte erfahrungsgemäß in sehr vielen Fällen durch Vermittelung von gewissen Konsortien und gewissen dritten Personen gemacht werden. Es ist etwas, was ich meiner Ansicht nach für unmoralisch erklären muß, was sich aber vielleicht schwer fassen läßt. Ich habe die Verpflichtung gefühlt, es anzudeuten aus dem Grunde, weil hier auf die mehr oder minder unschuldigen Handlungsangestellten exemplifizirt wird, und weil ich glaube, daß das Beispiel eine sehr wichtige moralische Wirkung übt.

Freiherr **von Huene:** Ich wollte schon bei einer früheren Sache die Frage stellen, bin aber durch den Schluß unserer Besprechung adgehalten worden, nämlich nach dem eigentlichen Grunde, weshalb gerade die Angestellten von der Betheiligung van Börsengeschäften ausgeschlossen sein sallen im Gegensatz zu den Angestellten z. B. an öffentlichen Kassen, denn es kommt dach darauf an, was man eigentlich erreichen will. Wem geschieht ein Schaden dadurch, daß die Angestellten mit einer anderen Firma an der Börse Geschäfte machen? Ich glaube, die Geschädigten sind die Direktoren, die die Geschäfte machen.

Sachv. **Maier:** Ich glaube, daß durch beide Thatsachen den betreffenden Instituten Schaden geschieht, daß nämlich, wenn die Direktaren spekuliren, sie nicht die nöthige Aussicht auf die Geschäfte des Instituts lenken können, und daß, wenn die Angestellten spekuliren, sie sehr leicht verführt werden, irgend welche Defraudationen ꝛc. zu begehen im Falle, daß sie Verluste haben, und daß überhaupt das Interesse der Kundschaft der betreffenden bedeutenden Institute, die mehr oder weniger auch Depositeninstitute für Effekten ꝛc. sind, in großer Weise Noth leidet, wenn der ganze Stab speziell dieser betreffenden Angestellten oder ein graßer Theil derselben eine Spekulatiansbande ist, wie sich das in einzelnen Fällen gestaltet hat.

Freiherr **von Huene:** Darin liegt eine gewisse Inkonsequenz, daß der Sachverständige bereit ist, nicht im öffentlichen Interesse, sandern im Interesse der Bankfirmen eine derartige Bestimmung zu erlassen, während er, wenn man im öffentlichen Interesse etwas thun will, dagegen auftritt und sagt, das ist eine Beschränkung der Willensfreiheit der Disposition der Einzelnen, die er nicht befürwarten möchte. Ich glaube, daß die öffentlichen Kassen dasselbe Interesse wie die Bankfirmen daran haben, daß sie ihre Beamten davon fern halten, um nicht Defraudationen herbeizuführen. Wäre es nicht richtig, wenn man das Gesetz anruft, daß man die Fälle nach Möglichkeit unter einen Paragrnphen bringt, der in gleicher Weise die Interessen von Kassen u. s. w. wahrt?

Sachv. **Maier:** Ich hätte dagegen nichts einzuwenden, ich möchte mir aber die Bemerkung nach erlauben, daß doch ein öffentliches Interesse vorhanden ist, und das ist auch ein Gesichtspunkt, unter dem ich speziell auf diese Gefahr der Spekulation seitens der Vorstände von Aktiengesellschaften hingewiesen hade. Es sind — man kann nicht sagen — Fälle bekannt geworden, aber Fälle besprochen worden, in denen in einem bestimmten Institut van aben herunter die Parole zur Spekulation in bestimmter Richtung ausgegeben wurde und in denen dann vom Direktor bis zum untersten Ausläufer herunter das ganze Persanal in dieser Richtung mit größeren und kleineren Beträgen operirt hat. Hierdurch mußte naturgemäß eine gewisse Kursdeeinflussung eintreten, die auch gewissermaßen im öffentlichen Interesse wieder nachtheilig ist. Ich hätte meinerseits nichts einzuwenden, wenn eine derartige Bestimmung auch etwa auf andere Handlungsangestellte und überhaupt auf unseldstständige Personen angewendet würde, und ich hade die Absicht, in dieser Beziehung nach einen pasitiven Varschlag zu machen, der auch diesen Punkt treffen würde. — Ein Verdat der Prämiengeschäfte würde eine durchaus unberechtigte Maßregel sein, denn die Prämiengeschäfte sind gegenüber allen anderen Spiel- und Spekulationsgeschäften jedenfalls noch die allersalidesten, weil sie den Verlust auf einen bestimmten Betrag begrenzen, und weil sie in dieser Beziehung sich wenigstens in gewisser Richtung decken oder

anlehnen an eine gewisse Spielgelegenheit, die in unserer Zeit sogar der Staat seinen Unterthanen zu bieten nicht verschmäht, an die Lotterie; das Prämiengeschäft giebt genau wie die Lotterie, auch die Staatslotterie, den Betreffenden die Sicherheit: mit einem Einsatze von 100 Mark oder 50 Mark oder 300 Mark kannst du unter Umständen eine bestimmte Summe gewinnen, und es ist die große Frage, ob das Prämiengeschäft an sich unter Umständen nicht noch eine solidere Grundlage hat, als z. B. die Staatslotterie. Ich würde es für eine vollständig inconsequente Richtung halten, solange wir die Staatslotterie haben, das Prämiengeschäft zu verbieten. Die Erhöhung der Börsensteuer, die Herr Graf Arnim als eine Art Entree bezeichnet, würde ich durchaus nicht für ein derartiges Entree halten. Herr Graf Arnim exemplifizirte auf Monako. Ich bin nicht der Ansicht, daß dies richtig ist, und zwar aus dem Grunde, weil dieses Entree nicht beim Eintritt bezahlt werden muß, und weil der Betreffende — bleiben wir beim Portier oder Hausknecht — überhaupt nicht an die Börse kommt, sondern das Geschäft mit dem Kommissionär macht, und weil der Kommissionär, wenn er das Risiko des Geschäfts läuft, auch das Risiko der erhöhten Steuer laufen würde. Die Erhöhung der Börsensteuer würde das Geschäft nicht verhindern. An die Börse geht der kleine Spekulant, den wir ausschließen wollen, nicht, er geht zum Kommissionär, und wenn dieser das Risiko läuft, daß er sagt: auf 50 Kreditaktien will ich Dir eine Differenz von je 10 Gulden, d. h. 1 000 Mark kreditiren, so wird er sie ihm, ob die Steuer 10 oder 50 Mark beträgt, auch kreditiren. Das würde den Zweck nicht erreichen. Ich bin aber wohl der Ansicht und würde es im Interesse der Börse für sehr wünschenswerth finden, wenn eine Möglichkeit wäre, die Eigenschaft der Börse, die neben ihrer legitimen Eigenschaft und Nothwendigkeit besteht, die Eigenschaft als Spielhölle soviel als möglich einzuschränken bezw. zu beseitigen. In welcher Weise dies zu erreichen ist, das ist natürlich eine sehr schwierige Frage. Ich glaube nicht, daß es durch eine Strafbestimmung zu erreichen sein wird schon aus dem Grunde nicht, weil diese Strafbestimmung nur die gravirendsten Fälle herausgreifen und nur wenig präventiv wirken wird. Ich glaube, daß die Einschränkung civilrechtlich vielleicht eher möglich sein wird. Hier befinden sich die Sachverständigen in einem ziemlich grellen Widerspruch, die einen der Herren, unter anderen mein Herr Kollege, wünschen die Beseitigung der Nichtklagbarkeit der Differenzgeschäfte, und ich möchte die Nichtklagbarkeit, d. h. den civilrechtlichen Schaden, den ein derartiges Geschäft dem Vermittler bringen kann, im Interesse der Vermeidung derartiger Unzuträglichkeiten viel weiter ausgedehnt wissen. In der Sache selbst würde vielleicht das eine und das andere zum gleichen Ziele führen. Ich habe mir die Freiheit genommen, die Gedanken, wie ich sie habe, und wie ich sie gestern bereits in Gestalt meiner Anregung der Errichtung von Sachverständigenvereinen angedeutet habe, hier kurz aufzusetzen. Ich will damit nicht sagen, daß ich dabei absolut das Richtige getroffen habe, vielleicht nicht einmal dasjenige, was ich selbst bestimmt wünsche, aber es ist wenigstens, glaube ich, die Richtung, die ich in dieser Beziehung einnehme, einigermaßen illustrirt. Ich würde vielleicht eine Bestimmung, die wie folgt lautete, geeignet halten, die beiden, die legitime und die illegitime Eigenschaft der Börse, soweit überhaupt möglich, zu trennen: „Handelsgeschäfte, die mit Rücksicht auf Person, Beruf, Geschäftskenntniß und Vermögenslage eines der Kontrahenten oder mit Rücksicht auf ihren Umfang und ihre

Einwirkung auf die Vermögenslage sich als reine Spielgeschäfte darstellen oder in gewinnsüchtiger Absicht unter Benützung des Leichtsinns oder der Unerfahrenheit abgeschlossen worden sind, sind nicht klagbar, insofern angenommen werden kann, daß die vorliegenden Verhältnisse dem anderen Kontrahenten bekannt waren oder bei Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns hätten bekannt sein müssen, und sofern nicht nachgewiesenermaßen der betreffende Kontrahent auf die Gefahren dieser Geschäfte ausdrücklich vor Abschluß derselben aufmerksam gemacht worden ist. Es ist hierbei gleichbedeutend, ob die betreffenden Geschäfte an den deutschen oder auswärtigen Börsen oder durch Agenten oder sogenannte Remisiers abgeschlossen oder vermittelt worden sind. Die Entscheidung darüber, ob die Bedingungen der Unklagbarkeit vorliegen, unterliegt dem Ermessen des Richters, der in allen derartigen Fällen das Gutachten der an jeder Börse nach Analogie des Gesetzes vom 10. Juni 1870 einzurichtenden Sachverständigenvereins einzuholen hat.“ Ich mache zur Erläuterung darauf aufmerksam, daß es ein großer Irrthum ist, zu glauben, man werde überhaupt das Spiel verhindern, wenn man die Börse beschränkt. Viel gefährlicher als das öffentliche Spiel der Börse, ist die geheime Agitation, die ganz besonders im Interesse der auswärtigen Börsen durch Agenten und Remisiers betrieben wird. Ich könnte Ihnen davon Beispiele geben, ich könnte Ihnen von Agenten erzählen, die in Amerika große Verbindungen haben, die von Haus zu Haus gehen, jeden Schneider und Schuhmacher verleiten, in Chicago Weizen oder etwas anderes zu kaufen, und die so die Leute um ihr Vermögen bringen. Daran ist die Börse vollständig unschuldig, und das halte ich für viel bedenklicher und gefährlicher, als jeden Mißbrauch der Börse. Diese Thätigkeit muß vor allen Dingen getroffen werden. Schränken wir die deutschen Börsen allein ein, so laufen wir einfach Gefahr, daß diese Remisiers und Agenten noch überhand nehmen, und daß diese spezielle Thätigkeit nach dem Auslande wandert, wie erfahrungsmäßig, bevor wir das Kaffee-Termingeschäft in Deutschland hatten, dieser Handel in Havre und Newyork ausgeführt worden ist und die Leute wahrscheinlich viel mehr über's Ohr gehauen worden sind, als jetzt in Hamburg oder in Bremen.

Die Bestimmung über die Sachverständigenvereine würde im Wesentlichen etwa wie folgt zu lauten haben: „An allen Börsen des Reiches werden Sachverständigenvereine aus Börsenmitgliedern oder anderen geeigneten Personen gebildet, welche auf Erfordern des Richters über die an sie gerichteten Fragen Gutachten abzugeben verpflichtet sind. Dieselben sind auch befugt, auf Anrufung der Parteien als Schiedsgerichte zu verhandeln und zu entscheiden.“ Diese Bestimmung ist analog der Bestimmung des Gesetzes über das Urheberrecht. Ferner würde ich es für wichtig halten, daß ein Auszug der betreffenden Verhandlungen und des Gutachtens unter Namensnennung der Parteien in geeigneter Weise zur Kenntniß der interessirten Kreise, etwa durch Veröffentlichung in den Beilagen der betreffenden Börsenblätter oder in ähnlicher Art, zu bringen ist. Ich glaube, es ist ein gewisses Interesse der Börsenkreise, diejenigen Leute, die durch Berufung auf die Unklagbarkeit sich schadenfrei halten wollen, zu kennen, indem jene dadurch von weiteren Versuchen abgehalten werden — besonders ehrenhaft ist eine solche Einrede ja in keinem Falle — es liegt ferner ein großes Interesse der Börsenkreise vor, diejenigen Börsenkommissionsfirmen zu kennen, die in legitimer oder nichtlegitimer Weise solche Geschäfte

gemacht haben. Ich glaube, daß durch eine solche Publizität, der mir keine gesetzliche Bestimmung entgegenzustehen scheint, denn unser ganzes Gerichtsverfahren ist ein öffentliches, nur günstig und moralisch gewirkt werden kann. Ich weiß nicht, ob dieser Vorschlag geeignet ist, um in der Frage eine Klärung hervorzubringen, ich glaube aber, daß es im allerhöchsten Maße im Interesse nicht nur der allgemeinen wirthschaftlichen Verhältnisse in Deutschland, sondern auch ganz besonders der Börse selbst, ihrer Werthschätzung und Achtung in der öffentlichen Meinung gelegen ist oder gelegen wäre, wenn es gelingen würde, die Mißstände, die durch ein übertriebenes Spielgeschäft in nicht dazu berufenen Kreisen hervorgebracht werden, zu beseitigen oder auf ein gewisses geringeres Niveau herabzudrücken. Man wird freilich immer dabei Bedacht zu nehmen haben, daß wir nicht die Stellung der deutschen Börse im Verhältniß zu den ausländischen herabdrücken und damit die wirthschaftliche Stellung unseres Vaterlandes, die ja seit ein paar Jahrzehnten in einem bedeutenden Aufschwunge begriffen ist, wieder zurückschrauben.

Vorsitzender: Fürchten Sie nicht eine recht erhebliche Rechtsunsicherheit als Folge einer solchen elastischen Bestimmung, wenn Spielgeschäfte und außerdem eine ganze Reihe von Geschäften, bei denen blos Fahrlässigkeit nachzuweisen sein würde, unklagbar sein sollen?

Sachv. **Maier:** Ich glaube, ich habe mir diesen Gesichtspunkt sehr reiflich überlegt. Es mag ja Fälle geben, in denen es sehr schwer ist, ein Kriterium zu finden, und ich bin überzeugt, daß der Richter allein dazu oftmals nicht in der Lage ist. Deshalb möchte ich eine derartige Bestimmung weder in die Hände staatlicher Behörden noch in die Hände des Richters legen, sondern in die Hände gewisser, von der Börse selbst oder aus der Mitte der Börse berufener Sachverständigen, die mit allen Verhältnissen vertraut sind, und ich glaube, daß in 95 Fällen unter 100 man ganz bestimmt sagen kann und sagen wird: hier liegt ein Fall vor, der ein ganz legitimes Geschäft ist, das ist ein routinirter Kaufmann, der hat gewußt, was er thut, wenn er auch vielleicht kein Börsenmann ist, es entspricht seinen Verhältnissen, in einem anderen Falle wird man sagen: das ist ein Schuster, der hat 1 000 Ballen Kaffee gekauft, der betreffende Bankier mußte wissen, daß der Mann nur ein kleines Vermögen hat, daß er ein unerfahrener Mensch ist, das charakterisirt das Geschäft als Spielgeschäft, die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns ist nicht angewendet. Es würde dies die einfache Konsequenz haben, daß die Bankiers in weiter gehender Weise ihre Kommittenten sich ansehen und es vermeiden würden, in undelikate, nicht klagbare Verbindlichkeiten gegenüber solchen Personen zu gerathen. Ich will gar nicht ausschließen, daß vielleicht auch ein Bankier — der Bankier will auch leben und verdienen —, wenn der Portier eines großen Hotels, der unter Umständen ein gut situirter Mann sein kann, kommt, ein Geschäft machen will und ein entsprechendes Depot leistet, das Geschäft macht, es ist das eben Geschmackssache, aber er wird sich sagen, wenn ich gegen den Mann eine offene Forderung ohne Deckung habe, dann wird die Unklagbarkeit geltend gemacht, infolge dessen muß ich vorsichtiger sein, ich muß ein größeres Depot, unter allen Umständen ein Depot verlangen. Damit wird schon die Einwirkung und Verbreitung dieses Spielgeschäfts auf weitere Kreise, die es nicht angeht, meines Erachtens erheblich vermindert werden.

Vorsitzender: Hinsichtlich des Spielgeschäfts würden Sie die jetzige Praxis, die den Einwand des Spiels zuläßt, für gerechtfertigt halten?

Sachv. **Maier:** Ja, ich halte sie für gerechtfertigt.

Vorsitzender: Sie wollen noch weiter gehen; Sie wollen diejenigen Geschäfte für unklagbar erklären, bei denen eine gewisse Absicht oder eine gewisse Vermuthung zu der Meinung hätte führen müssen, daß der Betreffende ein solches Geschäft nicht hätte machen können. Das ist eine außerordentlich dehnbare Vorschrift.

Sachv. **Maier:** Ich glaube, die Analogie, die mir vorgeschwebt hat, ist diejenige unseres Wuchergesetzes, wo, auch ein ähnliches dehnbares Ermessen zugelassen ist, in diesem Falle allerdings direkt in die Hand des Richters gelegt worden ist. Das würde ich hier für bedenklich halten. Im Uebrigen müssen nach meiner Ansicht und nach meinem Vorschlage, der selbstverständlich der juristisch scharfen Fassung bedarf, viele Kriterien zusammentreffen, um ein Geschäft als reines Spielgeschäft zu charakterisiren.

Vorsitzender: Sie wollen den Rechtsweg nicht ausschließen; der Richter würde an das Gutachten des Sachverständigen-Vereins nicht gebunden sein. Es kommt in Nachdrucksprozessen öfter vor, daß gegen das Urtheil der Sachverständigen entschieden wird.

Sachv. **Maier:** Meines Wissens ist das eine außerordentliche Seltenheit.

Vorsitzender: Mir sind solche Fälle doch erinnerlich.

Sachv. **Maier:** Die Sachverständigen-Vereine werden von der Regierung berufen, wobei sich die Praxis eingenistet hat, wenn es auch nicht in dem Gesetze steht, daß in den meisten Fällen dem Sachverständigen-Verein ein Richter angehört, wenigstens gewohnheitsmäßig. Im Allgemeinen, glaube ich, sind die Gutachten dieser Sachverständigen-Vereine — die Ausnahmen werden außerordentlich selten sein — für die Entscheidung maßgebend.

Vorsitzender: Der Verkehr mit dem Auslande bereitet da einige Schwierigkeiten. Aehnliche Vorschläge sind hier von anderer Seite in etwas anderer Fassung gemacht worden; es wurde aber auf die Unsicherheit des internationalen Verkehrs hingewiesen, die einträte, wenn man solche Geschäfte für ungültig erklärte in dem Falle, daß ein Ausländer mit einem hiesigen Kaufmann durch ein hiesiges Haus kontrahirt hat.

Sachv. **Maier:** Wenn ein Ausländer mit einer deutschen Bankfirma Geschäfte machen will, so wird es Niemandem einfallen, daß dieser Paragraph in Anwendung kommen könnte.

Vorsitzender: Würden Sie ihn auf die an der Börse gemachten Geschäfte beschränken?

Sachv. **Maier:** Im Gegentheil, ich wünsche, daß die Geschäfte, welche durch die Agenten und die Remisiers gemacht werden, am allerersten getroffen werden, das sind die allerverderblichsten, viel schlimmer als die an der Börse gemachten, denn sie entziehen sich der Kontrole, sie geben der Möglichkeit, den betreffenden Kommittenten, wie man zu sagen pflegt, zu schneiden, einen viel größeren Raum. Wenn der Mann einen Auftrag an der Börse giebt, so kann man die Ausführung kontroliren; wenn er aber den Auftrag giebt, Weizen oder Schmalz in Chicago zu verkaufen und in Newyork gleichzeitig zu kaufen, so weiß er nicht, ob er nicht in dem Augenblick, in dem er den Auftrag giebt, schon um 1000 Dollar betrogen ist. Ich sage ganz einfach, in den meisten Fällen werden die Geschäfte mit auswärtigen Börsen durch Agenten und Remisiers gemacht; wenn ein ausländisches Haus mit deutschen Privatleuten solche Ge-

schäfte macht, so muß es sich bewußt sein, daß es diesem Paragraphen ausgesetzt ist, und die Folge wird einfach die sein, daß, was legitim und richtig ist, der betreffende deutsche Mann, wenn er ein solches Geschäft an der Pariser Börse machen will, sich der Vermittlung des lokalen Kommissionärs oder Maklers oder Agenten bedient, der jedenfalls seine Verhältnisse kennt und wissen wird, ob er ein derartiges Geschäft mit ihm eingehen darf oder nicht.

Vorsitzender: Sie würden in einer solchen Bestimmung keine Gefährdung des Verkehrs mit dem Auslande erblicken.

Geheimer Ober-Regierungsrath Dr. **Hoffmann:** Sind Sie in der Lage, über die Thätigkeit dieser Agenten etwas mitzutheilen, namentlich darüber, welche Art von Häusern solche Agenten hinausschicken?

Sachv. **Maier:** Erstlich sind es Bankfirmen, meist auswärtige; es sind aber auch deutsche Bankfirmen, so existiren in Frankfurt derartige Remisiers von Berliner Häusern. Ich weiß nicht, ob Frankfurter Agenten oder Remisiers auch nach Berlin sich gewagt haben, aber daß in Frankfurt Agenten von Berliner Häusern existiren, die den Privatleuten unter Umständen auf den Pelz gehen, weiß ich bestimmt. Das Entscheidende wird aber sein, daß es derartige Leute giebt, die für fremde Personen an der Pariser oder Londoner Börse derartige Geschäfte machen. Eines der flagrantesten Beispiele dieser Art ist die ohne jede Börsennotiz in den letzten Jahren in Deutschland stattgehabte Spekulation in afrikanischen Shares, diese ist rein durch solche Agenten und Remisiers veranlaßt worden, sie sind von Haus zu Haus gegangen, nicht allein an den Börsenplätzen selbst, sondern an kleinere Stellen und haben die Spekulation etablirt, bei der Einzelne zuerst viel Geld verdient, nachher aber viel verloren haben. Die gefährlichsten aber sind die Remisiers von Waarenfirmen und besonders von zum Theil sogar sehr großen amerikanischen Waarenfirmen, also von Firmen in Chikago und New-York. An beiden Plätzen sind gewöhnlich die gleichen Firmen vertreten, die mit einer ungeheuren Suade bewaffnete Remisiers aussenden, die unschuldigen Leute einfangen, ihnen sehr oft vorreden, sie könnten das Geschäft ohne irgend welches Risiko machen, ihnen diese Arbitrage, wie der Ausdruck heißt, empfehlen, ihnen z. B. vorschlagen, Weizen in New-York zu kaufen und den Weizen gleich in Chikago auf Zeit einzudecken, ihnen einreden, das wäre kein Risiko, und auf diese Weise lediglich, um 100 Mark oder Dollar Provision zu verdienen, eine ganze Reihe von Existenzen vollständig unglücklich gemacht haben: Fälle sind mir bekannt. Ich kann selbst den Fall von einem solchen Agenten anführen, der so frech war, nachdem ich ihn 6 Mal moralisch hinausgeworfen hatte, zum siebenten Male zu mir zu kommen und mir eine derartige Arbitrage vorzuschlagen. Ich habe gesagt: was kann ich dabei verdienen, er erwiderte mir, da müssen Sie sicher 5 000 Dollar verdienen. Ich fragte: was verdienen Sie? er sagte: ich verdiene nur 200 Dollar Kommission. Ich entgegnete: ich will Ihnen etwas sagen, wir wollen tauschen, nehmen Sie die 5 000 Dollar, ich will mit den 200 Dollar zufrieden sein.

(Heiterkeit.)

Im Augenblicke war der Mann fort, ich weiß aber positiv, daß eine ganze Reihe von Existenzen durch dieses gemeinschädliche Individuum — ich will keine Namen nennen — vollständig ruinirt worden sind.

Vorsitzender: Wir bezweifeln das nicht; uns liegen solche Fälle vor. Herr Geheimrath v. Pflaum wollte uns auch einiges darüber mittheilen.

Sachv. **von Pflaum:** Herr Präsident, ich kann weitere Details nicht beifügen, es ist eben von Herrn Maier klar gelegt worden, wie das mit den Remisiers geht. Ich kann bestätigen, daß sie draußen in der Provinz sehr thätig sind.

Vorsitzender: Kommen sie zu Ihnen auch?

Sachv. **von Pflaum:** Jawohl.

Graf **Arnim:** Es ist sehr schwer durch Beweise festzustellen, daß die Remisiers und Agenten in großer Zahl umherreisen, aber es kommen von so vielen Seiten darüber Beschwerden, daß man es nicht bezweifeln kann. Der Nachweis ist schwer zu führen, wie der Sachverständige ausgeführt hat, denn die Remisiers werden sich nicht in ihre Karten gucken lassen, und es werden nur wenige sein, die, wie der Herr Sachverständige, der Versuchung widerstehen, und die der Versuchung Unterlegenen melden sich nicht. Wir haben bei der Beschlußfassung über die Frage der Entgegennahme von Eingaben seitens des Privatpublikums geglaubt, daß wir Nachrichten von vielen derartigen Beispielen bekommen würden, von derjenigen Seite, die gegen den Antrag war, war man sogar der Ansicht, es würden so viele Mittheilungen kommen, daß der Papierkorb in der Reichsbank zu klein sein würde, Thatsache aber ist, daß nur wenige Mittheilungen eingegangen sind. Daraus ist nicht der Schluß zu ziehen, daß die Anzahl der geschädigten Personen gering ist, sondern es schämen sich die Opfer der Ausbeutung. Es wird deshalb nicht ganz leicht sein, die Ausdehnung dieses raffinirten Verkehrs, der unserem Nationalwohlstand und unserer Sparkraft Millionen kostet, thatsächlich genau festzustellen. Ich möchte den Herrn Sachverständigen, dessen Gedanken mich sehr sympathisch anmuthen, nur fragen, aber doch nicht bei der Formulirung des betreffenden Antrages zu weit geht, wenn er unter die Voraussetzungen der Nichtklagbarkeit des Geschäfts hinzufügt: wenn der Betreffende nicht ausdrücklich auf die Unsolidität des Geschäfts aufmerksam gemacht worden ist. Ich möchte glauben, daß der Remisier und Agent sich hüten wird, den Betreffenden darauf aufmerksam zu machen, er hat den Wunsch, andererseits die Provision zu verdienen, und da wird er sich hüten, den betreffenden Kommittenten zu sagen: aber ich mache Dich auf die Unsolidität des Geschäfts aufmerksam. Ich glaube, daß, wenn dieser Paragraph nicht ein Messer ohne Klinge, sondern ein Messer, das schneidet, sein soll, wir ihn anders formuliren müssen.

Sachv. **Maier:** Es ist doch nicht so selten, wie vielleicht der Herr Graf glaubt, es giebt eine ganze Masse von Bankgeschäften, die, wenn ein Kunde zu ihnen kommt und irgend ein Geschäft eingehen will, einfach sagen: aber hören Sie einmal, das ist eine riskante Sache, die müssen Sie sich noch einmal überlegen. Wenn der Betreffende, was in vielen Fällen stattfindet, sich für gescheidter hält und sagt: ich will es doch machen, aber wenn er diesem wohlwollenden Bankier aus der Kundschaft geht und zu einem weniger wohlmeinenden geht und dort das Geschäft macht, so hat der Betreffende doch seine Pflicht gethan. Mein Gedankengang ist: wenn der Betreffende ein solches Geschäft macht und er ist darauf aufmerksam gemacht worden — diese Aufmerksammachung muß natürlich erwiesen sein, kann auf schriftlichem Wege erwiesen sein — dann kann man nicht so weit gehen, daß man selbst dann dem Bankier oder Kommissionär

sagt: trotzdem Du es gesagt hast, es ist ein gefährliches Geschäft, das paßt nicht für Dich, soll es doch nicht klagbar sein.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Remisier ist im wesentlichen ein Agent. Nun hat der Herr Sachverständige früher gesagt, daß er die Zeitgeschäfte an sich als eine ganz vernünftige Einrichtung erachtet. Er wird auch zugeben, daß das Bestellen eines Agenten zur Vermittelung von Aufträgen an und für sich keine frevelhafte Handlung eines Kaufmanns ist, und er wird nur sagen: da tritt ein zu vermeidender Uebelstand, ein Mißbrauch ein, wo dieser Agent zu Leuten kommt, zu denen er eigentlich nicht hingehört. In dem Beispiel, welches Sie selbst erzählt haben, nämlich daß er zu Ihnen gekommen ist und Ihnen das proponirte, hätte er an und für sich am Ende kein Unglück begangen, denn er kam zu einem urtheilsfähigen Herrn, wenn Sie gerade Lust gehabt hätten, das Geschäft zu machen, würden Sie von sich aus wahrscheinlich nicht gesagt haben: ich bin verführt, ich bin in irgend einer Weise bewogen worden, etwas zu thun, was ich eigentlich nicht verantworten kann, darum straft ihn.

(Sachv. **Maier:** Aber nachdem er 6 Mal moralisch hinausgeworfen worden ist.)

Der Schwerpunkt, die Sache hier zu fassen, ist der Unterschied, wo er an eine berechtigte Stelle kommt und wo an eine unberechtigte Stelle. Es ist der Punkt, den wir schon so und so oft besprochen haben. Also Sie sagen, es soll die Klagbarkeit nicht eintreten, wo der Kaufmann wußte oder bei Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns hätte wissen müssen, daß dieses Geschäft außer den Verhältnissen des Kommittenten, für den es gemacht ist, stand, oder daß es eine überwiegende Gefahr nach den Vermögensverhältnissen des Betreffenden hatte. Diesen Gedanken haben wir alle, aber ist damit nicht doch auch der Umstand, den auch der Herr Sachverständige als solchen bezeichnet hat, wieder geschaffen, daß eine Menge Leute, die eigentlich bezahlen müßten, auch bezahlen sollten, nun sagen: aus dem oder dem Umstande hätte er eigentlich schließen müssen, für mich paßt das Geschäft nicht, und da es durch einen Remisier gemacht ist, ist die Sache auch von vornherein verdächtig. Ich möchte diesen besonderen Verdacht, der durch die Vermittlungsperson eingeschoben wird, nicht als eine sehr wesentliche Steigerung gegenüber den Verhältnissen erachten, in die die Kommissionäre direkt mit den Agenten eintreten. Mir kommt es so vor, als ob man zu dem Urtheil kommt: wenn einer nicht etwa durch Blätter oder sonstwie seine Kunden herbeizieht, sondern er schickt Leute auf Reisen oder hält in einer anderen Stadt, in der er nicht wohnt, einen Agenten, einen Remisier, so ist er a priori dieses Umstandes halber besonders verdächtig. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er an und für sich daraus einen Verschärfungsgrund des Verdachts einer unerlaubten Handlung herleitet.

Sachv. **Maier:** Ich kann in Bezug auf den ersten Punkt erwidern, ich bin allerdings der Ansicht, daß er eine gewisse Gefahr involvirt. Ich habe mich dafür ausgesprochen, eine derartige dehnbare Bestimmung zu treffen, ich bin aber andererseits überzeugt, daß die Gefahr, der wir begegnen wollen, ohne eine dehnbare Bestimmung nicht zu beseitigen ist, und ich habe versucht, die Gefahr gerade durch Einfügung der Sachverständigenvereine zu vermeiden, die als eine gewisse offizielle Instanz und nichtsdestoweniger als eine mit der Börse in der engsten Fühlung durch ihre Mitglieder stehende und mit ihren

Anschauungen eng vertraute Korporationen ganz gewiß nicht die Tendenz haben werden, in direkt börsenfeindlicher Richtung vorzugehen, also gerade die schlechten Schuldner zu begünstigen. Auf der anderen Seite ist gerade die Veröffentlichung solcher Prozesse, beziehungsweise Gutachten — es spricht dafür auch die Bemerkung, die vorhin gemacht worden ist, daß die Leute sich schämen, ihre Verluste einzugestehen — im allgemeinen sehr geeignet, herbeizuführen, daß sehr viele Leute gegenüber der Oeffentlichkeit sich schämen werden, wenn sie bezahlen können, sich zu stigmatisiren, und durch die Einrede des Spiels sich selbst zu degradiren. Was den zweiten Fall anbelangt, so muß ich mich wohl berichtigen, es mag dem Herrn Geheimrath aus der Schärfe, mit der ich mich persönlich meiner Individualität gemäß über die Remisiers und besonders über die Verführer zu Waarenspekulationen ausgesprochen habe, scheinen, als ob ich auf diese es ganz besonders abgesehen hätte, aber das ist nicht der Fall, ich möchte nur vermeiden, daß durch die Anwendung oder Schaffung einer Bestimmung, welche für die Börse bestimmt ist, etwas nicht getroffen wird, was eben so schlimm und vielleicht schlimmer ist, als die Schädigung durch die Börse. Deshalb habe ich gesagt: es ist hierbei gleichbedeutend, ob die betreffenden Geschäfte an deutschen oder auswärtigen Börsen oder durch Agenten oder sogenannte Remisiers abgeschlossen oder vermittelt worden sind. Es ist also gleichbedeutend. Nicht nur diejenigen Geschäfte, welche an der Börse geschlossen worden sind, sondern überhaupt Handelsgeschäfte, die den reinen Charakter des Spieles tragen, und bei denen mit Rücksicht auf Person, Beruf, Geschäftskenntniß und Vermögenslage diese Voraussetzungen zutreffen, können auf Antrag und auf Gutachten des betreffenden Sachverständigenvereins als unklagbar erklärt werden. Ich glaube freilich nicht, daß damit der Uebelstand gänzlich beseitigt werden wird.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist von Agenten die Rede. Ich wollte fragen, ist das überhaupt nothwendig oder ist dafür ein innerer Grund vorhanden, daß die Häuser Agenten auch in ihrem eigenen Domizil zum Zwecke der Anwerbung für Zeitgeschäfte herumschicken? Mir liegt eine Sache vor — wir sind augenblicklich mit dem Fondsgeschäft beschäftigt, aber nach dieser Richtung wird es wohl berechtigt sein, zu exemplifiziren — in der ein hiesiges Haus durch Agenten hiesige Leute für Produktenzeitgeschäfte angeworben hat — ich will mich dieses Ausdrucks bedienen — dadurch ist ein junger Mensch in Geschäftsverkehr mit der Produktenhandlung getreten, der in einer Möbelfirma, die seinem Vater gehört, mitarbeitete, ohne Inhaber derselben zu sein. Dieser bat sich aus, daß die betreffenden Schlußscheine nicht in das Geschäft, sondern in seine Privatwohnung geschickt würden, damit sein Vater nichts erfahre. Der Agent bekundete nun, daß er von einer ganzen Reihe von Häusern zu dem Zwecke bestellt sei, Kunden für Zeitgeschäfte in Produkten zu gewinnen. Er ging zu diesem jungen Mann als einem alten Bekannten, mit dem er in einem Produktengeschäft vor Jahren als Gehülfe zusammen gewesen. Letzterer kontrahirte für November 1890 500 Tonnen Roggen, 200 Tonnen Hafer, 20000 Liter Spiritus. Ueber das Verhältniß, in dem der Agent zu dem Auftraggeber stünde, sagt er, er empfinge dafür den dritten Theil der Provision, aber nur für den Fall, daß die Firma aus dem Geschäfte Befriedigung erhielte. Ich möchte fragen, ist für einen solchen Geschäftsverkehr überhaupt ein legitimes Bedürfniß vorhanden? Es ist ja hier davon gesprochen worden, daß es an sich noch kein

berechtigtes Odium begründe, wenn Jemand auch Agenten brauche. Sollte nicht eine gewissenhafte Firma sagen müssen: ich verkehre nur mit solchen hiesigen Leuten, die ich persönlich kenne, mit Agenten Leute zusammen treiben mag ich überhaupt nicht.

Sacha. **Maier:** Ich bin vallständig der Ansicht des Herrn Präsidenten, daß das nicht absalut nothwendig ist, aber es giebt eine Masse aan Gewerben aller möglichen Natur, die auch nicht nathwendig sind und eben dach betrieben werden oder wenigstens nicht gut verbaten werden können.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Insafern war die Berechtigung des Herrn Geheimraths Frentzel, zu antwarten, gewiß anzuerkennen, als Herr Geheimrath Frentzel dagegen reagirte, daß ein sehr scharfes Odium darauf liegen möchte, daß Geschäfte mit Agenten betrieben werden. Ich will beiläufig bemerken, ich verstehe Sie dahin, daß Sie diese Fassung wählen wallen, weil eine andere Fassung alle diejenigen nicht treffen würde, welche durch Agenten handeln, sofern nicht nachgewiesen werden kann, daß sie die betreffenden Thatsachen gekannt haben. Eine Strafaorschrift, die wir geben würden, würde in diesem Falle nur die Agenten treffen, während eine civilrechtliche Varschrift, welche ich mir immer im Gefolge einer salchen Strafaarschrift denke, in diesem Falle nicht zutreffen würde. Andrerseits ist freilich Ihre Fassung ganz außerordentlich weit.

Vorsitzender: Wir haben ähnliches bei dem Betriebe der Lebensversicherungsgesellschaften, Feuerversicherungsgesellschaften, Pfandbriefinstitute, die auch Agenten hinausschicken. Man kann an diese Betriebsfarm allein nicht ein Kennzeichen knüpfen. Das Schlimme liegt darin, daß die Börsenagenten hier zu einem salchen gefährlichen Handel auffordern.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube, daß ich aan der Voraussetzung ausgehen muß: ein solches Zeitgeschäft darf ich nur mit Jemanden schließen, der zu mir kommt ader den ich sanst kenne, ader van dessen Verhältnissen ich dach wenigstens saaiel erfahren, daß danach es für ihn nicht unangemessen erscheint. Ich vermag nicht einzusehen, daß es ein Nachtheil wäre, wenn ein Agententhum zum Abschluß van Zeitgeschäften in Produkten absolut nicht existirte, und wenn man sagte: anständige Leute sollen es nicht thun.

Sachv. **Maier:** Ich sehe aber kein Mittel, diese Agententhätigkeit zu beseitigen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es scheint mir hier eine Differenz zu sein, denn Herr Geheimrath Frentzel hat geäußert, daß er in der Anwendung van Agenten nichts finde.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es gehört zum Geschäftsbetriebe aerschiedener Kaufleute, die Geschäftspropositionen, die sie machen wollen, an einem anderen Orte zu machen durch Reisende ader Agenten. Es giebt Tausende solcher Fälle, ich brauche sie nicht zu nennen, die alle Tage varkammen und die wohl Niemand als illegitim betrachtet. Daaan ausgehend, muß ich es ebensa für legitim halten, wenn ich das Termingeschäft für legitim halte, daß ein Haus in einem fremden Platze durch auswärtige Vertreter Geschäftspropositianen in Bezug auf das Termingeschäft macht. Mache ich nun den Unterschied: diese Geschäfte sind nur dann legitim, wenn sie mit Personen gemacht werden, die mit dem Artikel zu thun haben, wenn z. B. eine Geschäftsprapasitian in Bezug auf das Getreide auf Termin an der Berliner

Börse von einem Berliner Kommissionär etwa einem auswärtigen Müller oder einem auswärtigen Getreidehändler gemacht ist, so muß ich sagen, es ist völlig gleich — ich sehe wenigstens keinen sachlichen Unterschied in Bezug auf das Bedürfniß und in Bezug auf den moralischen Charakter in der Proposition — ob ich das Geschäft mache in effektiver Waare, in schwimmender Ladung oder in einem Quantum auf Lieferung von Getreide auf Termin. Nun kommt der andere Fall. Herr Präsident Wiener hat den Fall konstruirt, oder vielmehr aus den Akten mitgetheilt, in welchem das Haus und der Kommittent an demselben Platze wohnen. Ich muß sagen, in dem Falle, wie er hier mitgetheilt ist, ist nicht die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu finden, wenn der Sohn eines Möbelhändlers verführt wird, auf den Namen der Firma Geschäfte zu machen. Wenn wir einen Strafparagraphen konstruirten, nach welchem Ausnutzung von Leichtsinn und Unerfahrenheit u. s. w. zur Strafe führen, so würde ich in Bezug auf diesen Fall wünschen, daß wir zu einem Strafparagraphen kämen; oder liegt überhaupt heute eine wirthschaftliche Nothwendigkeit dazu vor, weil man einige Fälle konstruiren kann, in denen eine solche Nothwendigkeit vorliegen könnte? Es kann vorkommen, es kommt vor. Hier giebt es eine große Masse von Mehlhändlern, die mit Bäckern und anderen in Verkehr stehen; sie gehen in der Stadt herum, weil die Bäcker nicht an die Börse kommen, und machen Geschäfte, meist allerdings nicht das eigentliche Börsenlieferungsgeschäft, sondern ein Fixgeschäft. Dieselben Leute gehen herum zu den großen Fuhrherren, um Hafer zu verkaufen, sie gehen herum, um Gerste an die Brauer zu verkaufen. Nun aber zu sagen, Personen, die in diesen Artikeln legitim arbeiten, die aus ganz legitimen Gründen ein Geschäft auf Termin an einer Börse machen, giebt es nicht, dazu kann ich mich nicht verstehen. Ich kann mir auch solche denken, ich glaube aber, daß diese Art Betrieb doch nur eine außerordentlich seltene ist, und sehr groß würde ich die wirthschaftliche Nothwendigkeit nicht erachten, aber es lassen sich Fälle konstruiren, in denen eine solche wirthschaftliche Nothwendigkeit vorliegt, in der Stadt selbst das zu thun, ich meine, dem Kommissionär Kommittenten zuzuführen. Ich würde die Sache ganz anders betrachten, wenn Sie sagten, daß einer die Leute veranlaßt, an die Börse selbst zu gehen und da zu handeln. Hier handelt es sich doch um den Agenten, dessen Aufgabe darin besteht, dem Kommissionshaus Kommittenten zuzuführen, und da will ich zugeben, daß wenn Kommissionär und Kommittent und Agent an demselben Platze sind, ich allerdings eine große wirthschaftliche Nothwendigkeit der Agenten für das Börsentermingeschäft nicht konstruiren kann. Für andere Geschäftsverhältnisse giebt es Stadtreisende in allen möglichen Branchen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich bemerke, daß sich der junge Mann der Möbelfirma seines Vaters für die Geschäftsabschlüsse nicht bedient hat. Auch ist in dem Prozesse nicht nachgewiesen, daß die Produktenfirma selbst Kenntniß von den Verhältnissen des jungen Mannes gehabt hat. Diese hat nur der Agent gehabt, aber es liegt in der Natur der Sache, daß, wenn ein Kommissionshaus sich besonderer Agenten gegen Provision zu dem Zwecke bedient, um Leute zu Zeitgeschäften zu animiren, der Agent bei der Aufsuchung der geeigneten Leute nicht besonders wählerisch ist. Es scheint, daß die Häuser, für welche dieser Agent noch außerdem agirt hat, Häuser sind, deren Namen nicht so ganz unbekannt sind, so daß man sie nur als sogenannte Produktionshäuser anzusehen hätte.

Vorsitzender: Wir können wohl den Gegenstand verlassen. Es schließen sich an die bisherige Erörterung der Frage über den Terminhandel noch zwei Unterfragen an, die nicht von derselben großen Bedeutung sind — ich will fragen, welcher von den Herren Sachverständigen zunächst darüber das Wort wünscht — ob gewisse Ausstellungen zu machen sind hinsichtlich der Qualität oder des Gewichtes von Waaren beziehungsweise der Lieferbarkeit von Papieren, der Exekution, der Unterwerfung unter ein Schiedsgericht u. s. w.

Sachv. **Weidert:** Ich habe auf diese Fragen nichts zu erwidern, wir haben in München bekanntlich eine Produktenbörse nicht, und bei den Einrichtungen der Effektenbörse hat sich meines Wissens keine davon als gemeinschädlich erwiesen. Das Schiedsgericht bildet der Münchener Handelsverein. Es kann jeder Zeit angerufen werden, wer sich des Schiedsgerichts bedienen will, muß es zum Ausdruck bringen.

Vorsitzender: Er kann nicht den Einwand der Inkompetenz erheben und muß sich fügen?

Sachv. **Weidert:** Ob ein Beklagter sich fügen will, steht bei ihm. Ist er Mitglied und will es bleiben, so muß er sich fügen. Man kann aber auch Jemand laden, der außerhalb des Vereins steht. — Bevor das Schiedsgericht einen Fall entscheidet, müssen die Streitstheile ihre Einwilligung schriftlich erklären, sich dem Schiedsspruch, gegen welchen eine Berufung nicht thunlich ist, zu unterwerfen.

Vorsitzender: Ist festgesetzt, daß die dritte Person sich auch fügen muß?

Sachv. **Weidert:** Nein, der Dritte ist ganz unabhängig, aber wer Mitglied des Vereins ist, kann ausgeschlossen werden, wenn er sich nicht fügt.

Vorsitzender: Hat sich die Einrichtung bewährt?

Sachv. **Weidert:** Es wird in neuerer Zeit wenig davon Gebrauch gemacht, aber in früherer Zeit habe ich gehört, daß das Gericht häufig in Anspruch genommen worden ist und immer mit Erfolg.

Vorsitzender: Wie ist die Besetzung?

Sachv. **Weidert:** Die Besetzung ist so, daß jede Partei einen Schiedsrichter wählt, und der Obmann wird von der Vorstandschaft des Handelsvereins bestellt.

Vorsitzender: Ist es ein ständig bestellter Obmann?

Sachv. **Weidert:** Nein, er wird von Fall zu Fall bestimmt.

Sachv. **von Pflaum:** Wir haben in Stuttgart kein Schiedsgericht an der Börse, wir sind an die gewöhnlichen Gerichte gewiesen, an die Kammern für Handelssachen beziehungsweise an das Amtsgericht, wo diese kaufmännischen Prozesse entschieden werden. Ich wüßte auch zu diesen beiden Punkten nichts Besonderes beizubringen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte fragen, ob nicht ein Bedürfniß für die Errichtung einer derartigen Organisation sich geltend gemacht hat. Die Gründe, die dafür sprechen, liegen auf der Hand, oder bei Ihnen scheint sich das Bedürfniß nicht geltend gemacht zu haben.

Sachv. **von Pflaum:** Die Zusammensetzung der Gerichte aus einem Juristen und zwei Mitgliedern hat sich sehr bewährt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ist die Rechtspflege eine schleunige?

Sachv. **von Pflaum:** Sehr schleunig, es wird in der kürzesten Frist, oft in 2 Wochen entschieden, und eigenthümlicher Weise sind die Prozesse überhaupt bei uns zurückgegangen, die kaufmännischen Prozesse haben sich wesentlich verringert.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Darin scheint der Grund zu liegen, denn als Hauptgrund für das Schiedsgericht ist immer die Beschleunigung des Rechtsweges angeführt worden. Sie scheinen dies auch ohne Schiedsgericht erreicht zu haben.

Sachv. **Lehmann:** Mir sind besondere Vorkommnisse in dieser Beziehung nicht bekannt, ich weiß nur, daß wir hier in Berlin eine Sachverständigen-Kommission haben.

Vorsitzender: Die Berliner Einrichtungen sind schon vielfach erörtert.

Sachv. **Goldschmidt:** Wir haben eine solche Kommission nicht, es wäre für Frankfurt sehr wünschenswerth, wenn wir sie bekämen. Es ist in der Handelskammer selbst oft davon geredet worden.

Vorsitzender: Ist es nicht angeregt worden, oder ist es aus besonderen lokalen Gründen nicht beliebt?

Sachv. **Goldschmidt:** Nein, es hat keinen besonderen Grund. Es sind mir keine Fälle bekannt, in denen Differenzen gewesen wären, die nicht innerhalb der Börse durch ein paar Freunde, die man heranruft, schiedsrichterlich entschieden worden sind. Jeder an der Börse unterzieht sich dem mit Vergnügen.

Vorsitzender: Aber es besteht kein ständiges Schiedsgericht, es hat sich nur eine entsprechende Praxis herausgebildet. Wer entscheidet über Lieferungsfähigkeit und dergleichen?

Sachv. **Goldschmidt:** Das ist Sache der Handelskammer, es sind 5 oder 6 Mitglieder, die entscheiden, was die Lieferungsfähigkeit betrifft. Ich glaube, daß, wenn wie hier, in Frankfurt eine Sachverständigen-Kommission eingeführt würde, die zugleich die Aufgabe des Schiedsgerichts hätte, dies eine durchaus angezeigte Einrichtung sein würde.

Vorsitzender: Sie würden nichts dagegen haben, wenn eine ähnliche Einrichtung für ganz Deutschland geschaffen würde? Die ordentlichen Gerichte haben wohl nicht immer die nothwendigen Eigenschaften. Allerdings hat sich die Rechtspflege in dieser Beziehung gebessert, weil Kaufleute mit zu Gericht sitzen, die aber vielleicht anderen Geschäftszweigen angehören als sie an der Börse vertreten sind. Es kommt darauf an, daß Leute entscheiden, die mit der Börse genau Bescheid wissen. Das ist der Grund dafür, daß man ein besonderes Schiedsgericht eingesetzt hat.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich wünsche eine Sachverständigen-Kommission, aus welcher heraus das Schiedsgericht konstituirt wird.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Halten Sie die ausschließliche Mitwirkung von Kaufleuten bei diesen Entscheidungen für zweckmäßig? Hier ist von Herrn Geheimrath von Pflaum hervorgehoben worden, eine solche Organisation von 1 Richter und 2 Kaufleuten wäre nach seinem Erachten zweckmäßig. Sind Sie auch dieser Ansicht?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich glaube, daß, da es sich um Börsenangelegenheiten handelt — —

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp** (einfallend): Ich möchte bemerken, daß es sich dabei nicht in erster Reihe um die Lieferbarkeit von Effekten handelt.

Sachv. **Goldschmidt:** Ueber die Abschlüsse an der Börse.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es kommen auch erhebliche Rechtsfragen vor.

Sachv. **Goldschmidt:** Das würde nach meiner Ansicht ganz leicht durch ein solches Schiedsgericht ohne ein juristisches Element erledigt werden können. Uebrigens würde jedenfalls die Handelskammer ihren Rechtskonsulenten in solchen Angelegenheiten jeweilig befragen können, auch könnte man die Sachverständigenkommission zuziehen.

Vorsitzender: Das geschieht auch hier; aber sie hat keine entscheidende Stimme, sie wird nur konsultativ gehört.

Sachv. **Goldschmidt:** Es ist aber nach kaufmännischen Grundsätzen zu entscheiden.

Vorsitzender: Hinsichtlich der verschiedenen Anregungen sind Sie nicht auf gemeinschädliche Mängel gestoßen, Herr Goldschmidt?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich glaube nicht, daß welche vorliegen.

Vorsitzender: Nun kommen wir zu einer Frage, zu welcher zunächst Herr Lehmann zu vernehmen sein wird: Empfiehlt sich die Einführung einer einheitlichen Kurs- und Preisnotirung für sämmtliche deutsche Börsen? Daran schließen sich die Unterfragen, welche namentlich das Maklerwesen betreffen.

Sachv. **Lehmann:** Ich für meine Person, und ich glaube da wohl im Sinne der Mehrzahl meiner Kollegen zu sprechen, bin der Ansicht, daß in der übergroßen Oeffentlichkeit des Kursemachens gewisse Mängel liegen, und zwar nicht sowohl für die Börsenbesucher selbst, als für die Kommittenten, für die reellen, die wirklichen Auftraggeber und die betreffenden Herren Bankiers, weil bei diesem öffentlichen Festsetzen der Kurse durch das Dazwischentreten jeder beliebigen Persönlichkeit, also nicht nur die allerkleinsten sogenannten Bankiers, sondern auch die Agenten der Maklerbanken, sich unter Umständen Uebelstände für die betreffenden Auftraggeberkreise herausstellen können und zwar dadurch, daß durch ein Ueberbieten des Kurses um 10 Pfennige dem Bankier die Ausführung seines Geschäfts geradezu unmöglich gemacht wird, und also aus diesem Grunde der Nutzen des Geschäfts lediglich in der Ausnutzung der persönlichen Anwesenheit liegt.

Vorsitzender: Ich möchte Sie bitten, daß Sie uns das eigentliche Verfahren bei Feststellung des Kurses mit kurzen Worten schildern. Die Maklergruppe steht also innerhalb ihrer Schranke?

Sachv. **Lehmann:** Wir stehen innerhalb der Schranken, d. h. unmittelbar an der Schranke selbst, und es ist jedem Besucher unbenommen, bei der Fixirung der Kurse zugegen zu sein.

Vorsitzender: Wodurch erfahren die draußen stehenden Leute, die Börsenbesucher, die Kurse? Sie werden doch alle Limiten und Kursanmeldungen in Ihr Buch eintragen. Wollen wir zunächst das Kassageschäft ins Auge fassen. Wie werden da die Kurse bekannt?

Sachv. **Lehmann:** Es wird natürlich nur einem kleinen Kreise bekannt, der ein spezielles Interesse an einem dieser Papiere nimmt, die in der betreffenden Gruppe gehandelt werden. Die Interessenten kommen heran und fragen und bleiben so lange stehen, bis der Kurs des betreffenden Papiers, für das sie sich interessiren, festgesetzt wird.

Vorsitzender: Wie steht es nun mit der Ueberwachung der Festsetzung der Kurse durch den Börsenkommissar?

Sachv. **Lehmann:** Die Kurse werden in den allerseltensten Fällen von dem überwachenden Kommissar gemacht. Es würde auch gar nicht angehen, daß also, wenn wir die Kurse festgestellt haben, behufs amtlicher Notirung dann die Kurse seitens des Kommissars vielleicht wieder umgestoßen werden sollten. Das findet eben nur dann statt, wenn Streitigkeiten eintreten; in diesem Moment wird der betreffende du jour habende Kommissar, will ich mal sagen, zugezogen, um die Streitigkeiten zu schlichten.

Vorsitzender: Auf welche Weise stellen Sie mit Ihren Kollegen die Kurse zusammen?

Sachv. **Lehmann:** Wir nehmen also meinetwegen den gestrigen Kurs — das wird beim Kassageschäft immer richtig sein — als Maßstab und Grundlage an. Wir sagen z. B.: Gestern waren Konsols 106,70, und durch Einblick in unser Buch orientiren wir uns. Der Stimmführende wird natürlich der sein, der das größere Geschäft macht, er wird sagen: Es sind bei mir wieder so und so viel Ordres zum Kauf oder Verkauf eingegangen, und danach werden sich die beiden Kollegen oder einer in diesem Falle richten.

Vorsitzender: Er führt also den Betrag an, wie viel er giebt?

Sachv. **Lehmann:** Im ersten Moment noch nicht, sondern zuerst wird der gestrige Kurs angenommen, und der Kollege erwidert: Ich brauche dazu. Dann kommen die Summen zur Sprache, da sagt der Käufer: Ich brauche das und das. Der Kollege antwortet: Ich gebe mehr. Ja, sagt der andere, ich brauche nicht mehr. Jetzt geht der Kurs, wenn er nicht limitirte Waare hat, sondern Bestensordre, natürlich herunter. Also sagt der Eine: 106,60, brauchen Sie mehr? — Nein. — Also 106,50. — So ungefähr geht die Sache zu.

Vorsitzender: Und das hören die Draußenstehenden?

Sachv. **Lehmann:** Sie hören das und lassen sich dadurch bestimmen und treten, je nachdem sie den Kurs für billig oder für hoch genug halten, dazwischen. Und das wollte ich eben treffen, als ich mich gegen die übergroße Oeffentlichkeit wandte.

Vorsitzender: Warum machen Sie es denn gewissermaßen öffentlich; Sie könnten es doch ebenso gut allein machen.

Sachv. **Lehmann:** Das ist die Praxis, Herr Präsident, die sich herausgebildet hat, und zwar aus ganz bestimmten Gründen. Die Bankiers im allgemeinen sehen in dieser größeren Oeffentlichkeit eine Sicherheit dafür, daß wirklich Angebot und Nachfrage richtig zum Ausdruck kommt, und also Uebergriffe und mißbräuchliche Handlungen seitens der Makler dadurch hintan gehalten werden. Das hat meiner Meinung nach ja auch sehr vieles für sich.

Vorsitzender: Eine Kontrole ist es ja natürlich, namentlich, wenn bestimmte Summen genannt werden.

Sachv. **Lehmann:** Die Summen müssen in einem bestimmten Moment genannt werden. Wenn z. B. der Makler sagen wollte: Ich habe nur 10 000, und es findet sich jemand nachher, der 12 000 verlangt, dann muß er das berichtigen.

Vorsitzender: Das kann doch nur immer in seltenen Fällen vorkommen.

Sachv. **Lehmann:** Bei Papieren mit geringerem Umsatz kann es leicht vorkommen, da könnte jemand dazwischen treten. Es sind indessen das nach meiner Meinung seltene Ausnahmefälle. In der Art der Kontrole, welche die Oeffentlichkeit übt, liegt allerdings eine gewisse Gefahr für die soliden Bankgeschäfte, für die auftraggebenden Kunden, die schon heute brieflich, oder morgen telegraphisch eine Ordre zum An- oder Verkauf geben. Die können sehr leicht in die Lage versetzt werden, ihre Ordres sehr selten ausgeführt zu sehen, weil der Bankier sich selten um die Sache kümmern kann und sich auch nicht veranlaßt sieht, sich darum zu kümmern, nachdem er die Ordre in die Hände des Maklers gelegt hat. Diesen wird das Geschäft mit dem Kunden verdorben, weil Leute aus dem Publikum, die sogenannten Tagesspekulanten, dazwischen treten und, wenn sich ihnen gelegentliche Chancen zu einem augenblicklichen Gewinn bieten, einfach den Kurs um 10 Pf. überbieten, vom dem sie hören, daß er beim Makler Geld oder Brief ist.

Vorsitzender: Ja, darüber wird oft geklagt, daß, wenn man kaufen will, der Kurs plötzlich um 10 Pf. höher ist, als das Limit, welches man gegeben hat, und daß beim Verkauf wiederum ebenso plötzlich die Preise unter das Limit gefallen sind.

Sachv. **Lehmann:** Dadurch werden gewissermaßen viele Ordres von der Ausführung ausgesperrt, und das tritt bei Papieren, die auf Zeit gehandelt werden, noch viel stärker in die Erscheinung, weil durch gelegentliche Manöver von Agenten der Maklerbanken, welche die Stimmung der Börse im Allgemeinen für günstig halten, um fix Geschäfte abzuschließen. Die Makler haben Kassawaare zu verkaufen, die Agenten trachten nun danach, den Kassakurs möglichst herunterzusetzen, sie wenden dazu das Mittel des Herunterschreiens des Ultimokurses an, und treten dann erst scheinbar als Verkäufer auch für Kassawaare auf. Wenn sich aus den vorhandenen Limits der Kurs gebildet hat, so springen sie vor und sagen: Ich gebe 10 Pfennig mehr für die Kassawaare. Sie bewirken damit eine Deckung ihrer vorher gemachten Ultimogeschäfte.

Vorsitzender: Was giebt es aber für Mittel dagegen?

Sachv. **Lehmann:** Meiner Meinung nach wäre einzig und allein das Mittel der geheimen Kursmachung dafür zu finden. Allerdings, die Kontrole der Oeffentlichkeit würde fortfallen. Natürlich müßte die Kursmachung in Anwesenheit des Kommissars stattfinden.

Vorsitzender: Die Einrichtung des Mittelkurses, wie sie hier beim Kassageschäft üblich ist, halten Sie für eine gute?

Sachv. **Lehmann:** Es ist ganz unbedingt richtig, daß der Mittelkurs, wie er an der Berliner Börse fixirt wird, sehr viel dazu beigetragen hat, die Berliner Börse zu einer so bedeutenden und soliden zu machen, weil jeder Auftraggeber den Kurs, zu dem er gekauft und verkauft hat, unter allen Umständen amtlich notirt findet, während es sonst vielmehr der Willkür des Bankiers überlassen bliebe, den für ihn selbst vortheilhafteren Kurs zu berechnen.

Vorsitzender: Würden Sie nicht die Einrichtung empfehlen, wie sie z. B. in New-York und Chicago besteht, daß in bestimmten Rubriken des Kurszettels jedes Quantum der umgesetzten Waare notirt werden muß, damit man übersehen kann, ob an einem Tage wirklich ein bedeutendes Geschäft stattgefunden hat oder nur Scheingeschäfte gemacht sind, um auf den Kurs nach oben oder nach unten einzuwirken?

Sachv. **Lehmann:** Es würde meiner Meinung nach dem nichts im Wege stehen, obgleich ich einen wirklich praktischen Nutzen darin nicht sehen kann und sie eigentlich nur für eine Erschwerung der Notirung halten würde.

Vorsitzender: Aber solche Dinge, wie sie z. B. mit Façonschmiede passirt sind, werden dann viel seltener vorkommen.

Sachv. **Lehmann:** Ja, diese Fälle werden meiner Meinung nach namentlich bei dem öffentlichen Kursmachen niemals ausgeschlossen sein, wenn der betreffende Bankier, ein Mann wie Polke, gewissermaßen Kursmacher für sich ist, und von seiner Kundschaft, sowie von den Bankiers an der Börse die Kauforders und ebenso Verkauforders annimmt an Stelle des vereideten Makler, so kann er nun beim öffentlichen Kursmachen thun, was er für gut und richtig hält.

Vorsitzender: Ist es nicht möglich dabei, daß fast der gesammte Vorrath eines bestimmten Papiers zurückbehalten wird, und nur kleine Geschäfte gemacht werden zu einem dem Besitzer des Papiers besonders konvenirenden Kurse?

Sachv. **Lehmann:** Das ist nicht ausgeschlossen. Wenn der Makler z. B. keine Verkaufsordre hat, so kann der betreffende Bankier, nachdem er sich vergewissert hat, daß keine Waare da ist, sagen, soviel ist Geld bei mir, und der Kurs wird notirt.

Vorsitzender: Das draußen stehende Publikum bildet sich aber leicht ein, es ist ein großes Quantum umgesetzt, wenn eine solche Notiz gemacht ist?

Sachv. **Lehmann:** Sachverständige Personen werden wohl wissen können, wie das Geschäft im Allgemeinen ist.

Vorsitzender: In New-York und Chicago ist so etwas nicht möglich.

Sachv. **Lehmann:** Ich halte es für keinen großen Nutzen, wenn wir so verfahren, wie in New-York und Chicago. Es braucht nicht jeder einzelne Umsatz angegeben zu werden. Die amtliche Notiz im Ganzen genügt.

Vorsitzender: Sie müssen doch zugeben, daß das einen gewissen Werth hat, denn Sie haben in erster Linie möglichst große Geheimhaltung empfohlen.

Sachv. **Lehmann:** Ich meine das nicht insofern, daß die vereideten Makler sich der Kontrole entziehen wollen, sondern ich würde das auf bestimmte einzelne Personen beschränken, die nur in amtlicher Eigenschaft dabei sind als Kommissare der betreffenden Börsen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige wünscht die Beseitigung der Oeffentlichkeit und will sich mit der Kontrole durch den Börsenkommissar begnügen.

Ich habe übrigens durch meinen Besuch der Börse das bestätigt gefunden, was ich an sich schon wußte, daß nämlich die Kontrole durch die Kommissare eigentlich nur in der Börsenordnung steht, und dieselben nur in Ausnahmefällen eingreifen. Die Sache spielt sich in der Regel so ab, daß die vereideten Makler direkt zu dem Sekretär gehen, welcher den Kurszettel zusammenstellt, und ihm ihre Angaben machen, daß aber niemand da ist, der diese Angaben des Maklers sachgemäß und regelmäßig kontrolirt. Der Makler ist allein derjenige, welcher den Kurs feststellt. Nun könnte man ja damit zufrieden sein, wenn in der That alle diejenigen, die an dem Kurse Interesse haben, an der Börse vertreten wären und beim Makler eventuell gegen

die von ihm beabsichtigte Kursfeststellung Einspruch erheben könnten. Das ist aber thatsächlich nicht der Fall. Große Kreise des Privatpublikums haben keinen Zutritt zur Börse und auch keinen Einfluß oder Kontrole über die Kursnotirung; sie sind in der Vertretung ihrer Interessen auf den Kommissionär angewiesen, und da das Interesse des Kommissionärs und des Kommittenten doch in sehr vielen Fällen ganz erheblich differirt, findet eine Vertretung dieser Kreise, welche außerhalb der Börse stehen, überhaupt nicht statt. Ich muß sagen: wenn nach dem Vorschlage des Herrn Sachverständigen die Kontrole durch die Oeffentlichkeit fortfallen soll, dann würde die Kursfeststellung ganz allein in den Händen des Maklers liegen; welche Bedeutung würde dann die Kontrole durch den Kommissar haben, da dieselbe schon jetzt nur eine sehr geringe ist? Dann würde gar keiner da sein, der Einspruch gegen unrichtige Kursfeststellungen erheben könnte, weil keiner weiß, was der Makler macht. Ich habe also große Bedenken gegen diese Vorschläge. Dann habe ich noch eine Frage an Sie zu richten. Sie sagten, daß durch die Art der Feststellung des Einheitskurses eine ganze Reihe von Geschäften ausfallen. Es kann vorkommen, daß, wenn für 100 000 Mark zu 100 ein Käufer da war und ebenso ein Verkäufer, gleichwohl dieses Geschäft nicht zur Ausführung kommt, weil in Folge eines höheren Angebots der Kurs auf 110 festgestellt wird und in Folge dessen diese Geschäfte ausfallen.

Sachv. **Lehmann:** Das ist richtig, Herr Geheimrath, aber meiner Ansicht nach auch nichts Schlimmes.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dem gegenüber frage ich, ob nicht ein erhebliches Interesse nach der Richtung besteht, daß man gerade eine schärfere Kontrole der Kurse eintreten läßt und sich nicht blos mit der Scheinkontrole durch die Börsenkommissare begnügt, sondern wirklich eine sachgemäße Kontrole einführt, wie sie heute durch die wenigen Börsenkommissare, die an der Börse sind, nicht geschehen kann. Es müßten viel mehr vorhanden sein, welche sich in den einzelnen Gruppen informiren, wie das Geschäft ist; jetzt muß die Kontrole ziemlich oberflächlich sein, und es sind nicht sehr viele Fälle mitgetheilt worden, wo der Kommissar eingegriffen hat. Es beschränkt sich das auf die Fälle, wo Beschwerden vorliegen. Dann möchte ich bitten, eine Bemerkung etwas näher zu erläutern. Sie sagten vorhin, daß durch das Mittel des Herauf- und Herunterschreiens auf die Kurse eingewirkt werden könnte, und erklärten, wenn ich recht verstanden habe, daß das oft durch solche Leute geschehe, die gar nicht die Absicht haben, zu kaufen, sondern die das blos als Mittel anwenden, um sich Vortheile zu verschaffen.

Sachv. **Lehmann:** Nein, das kommt nicht vor.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann möchte ich Sie bitten, das etwas näher zu präzisiren. Sie sagten, man brauchte das Mittel des Herunterschreiens des Ultimokurses. Das macht also den Eindruck, als ob es möglich wäre, durch eine laute Stimme Einfluß auf den Kurs zu gewinnen.

Sachv. **Lehmann:** Ja, das ist zweifellos richtig, und ich glaube, daß sehr viele Verkäufer in Folge des Eindrucks des übermäßigen Getöses geängstigt werden, wie etwa ängstliche Gemüther bei Naturerscheinungen erschreckt werden. Sie haben Angst um ihren Besitz, wenn plötzlich ein großer Lärm auf dem Markt entsteht, wo das Papier, das diese Leute besitzen, gehandelt wird, und unter Umständen werden die Leute dadurch veranlaßt,

etwas zu verkaufen, was sie vielleicht bei ruhiger Ueberlegung, aber wenn sie gerade im Moment nicht zugegen wären, nicht verkauft hätten.

Vorsitzender: Wenn man nun aber den Schreier beim Wort nimmt?

Sachv. **Lehmann:** Das ist unter Umständen als Reinfall zu bezeichnen. Es kommt auch vor, es ist aber auch in sehr vielen Fällen dies keine Manipulation, sondern das Mittel, um wirklich zum Verkauf zu kommen seitens der Agenten, weil dieselben glauben, wenn sie mit ihrer Stimme überragen, leichter verkaufen zu können, als ein anderer, der nicht die gute Lunge hat und nicht so gut schreien kann.

Vorsitzender: Sie bemängelten den Einheitskurs, insofern als eine Menge Geschäfte, die an sich geplant werden, nicht zur Ausführung kommen, weil sich der Kurs um einen kleinen Betrag höher zeigt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Das ist zweifellos. Die Erklärung liegt darin: Jemand der zu 100 verkaufen wollte, nimmt natürlich 101 lieber.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Mir scheint, der Gedanke ist vom Vorredner nicht ganz nach der andern Seite ausgeführt worden. Gewiß wird jemand, der zu 100 verkaufen will, auch zu 101 verkaufen, aber die andre Seite ist die, daß in Folge der Bildung des Einheitskurses ein Käufer, der nicht mehr geben will als 100, der auch an sich zu 100 bekommen hätte, ausfällt und nichts bekommt, obwohl ihm zunächst eine ganze Menge Leute gegenüberstehen, die zu 100 verkaufen wollen. Das Kaufangebot zu 100 fällt aus, weil es nur zu 101 befriedigt werden kann. Das will einem zunächst gar nicht recht scheinen.

Sachv. **Lehmann:** Es würde aber nun in dem Falle, daß wirklich nur etwa 100 000 zu verkaufen da wären, der Betreffende, welcher Interesse daran hat, zuerst einen Käufer zu 100 zu finden, die 100 wohl bekommen, und der andere, der Ordre hat, höher zu verkaufen, würde in dem Moment, wo nicht weiter Waare gebraucht würde, keine Waare los werden. Liegt darin denn ein Nachtheil für irgend jemand? Ich glaube nicht; höchstens für den, der nicht zeitig genug gekommen ist oder nicht niedrig genug limitirt hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ist nicht die Gefahr vorhanden, daß dieses Bedürfniß ganz außerhalb des offiziellen Verkehrs befriedigt wird? Der Kommittent schreibt mir, es wäre ihm lieber, wenn die Sache auf dem freien Markt abgemacht würde, weil bei der amtlichen Kursnotirung die Gefahr vorhanden ist, daß er möglicher Weise ausfällt. Ist das richtig?

Sachv. **Lehmann:** Ja, eine absolute Garantie zu schaffen dafür, daß wirklich für jeden Käufer und Verkäufer das richtig ist, ist nicht möglich. In der Festsetzung des Mittelkurses sehen wir nach immer den allerbesten und billigsten Ausgleich, ehe es zum Handel und zur Ausführung kommt, wo sich wirklich effektives Angebot und Nachfrage gegenübersteht. Es würde meiner Meinung nach eigentlich eine Bevorzugung desjenigen Käufers sein, der eben einen Verkäufer zu rechter Zeit gefunden hat und nun beispielsweise seine 100 000 Mark bekommen hat, während ein anderer, der zwei Minuten später kommt, keine Waare mehr bekommt, während es doch wohl dem Gefühle der Gerechtigkeit, möchte ich sagen, entspricht,

(Zuruf.)

.... Ja, man ruft mir hier zu, wer zuerst kommt, mahlt zuerst. Das kann man auch anführen, aber dann bleibt

nichts übrig, als die Mittelkursfestsetzung ganz abzuschaffen, und das hat wiederum andere Nachtheile im Gefolge, denn in dem Moment, wo verschiedene Kurse gemacht werden würden, liegt sehr leicht die Möglichkeit vor, daß das Publikum seitens unreeller Bankiers immer den ungünstigsten von den 3—4 notirten Kursen berechnet bekommt, was heute bei unserer Art der Kursfestsetzung meist ganz ausgeschlossen ist. Was dann die Kontrole betrifft, die ich für nicht ganz genügend halten soll, so glaube ich, bin ich mißverständlich aufgefaßt worden, oder ich habe mich nicht präzise genug ausgedrückt. Ich meine, sämmtliche anständigen vereideten Makler wollen sich gern jede noch so strenge Kontrole gefallen lassen, und es ist nicht die Rede davon, daß auch nur einer sich entziehen wollte, und ich glaube, daß gerade die betreffenden Kommissare bei dem von mir gemeinten Kursmachen wirklich effektiv in Erscheinung zu treten haben und wirklich dabei sein sollen und genau kontroliren sollen, ob ein Mißbrauch und Uebergriff seitens der Makler stattgefunden oder nicht.

Vorsitzender: Ein Uebelstand liegt doch noch wohl darin, daß die Sache vollkommen fertig gemacht wird, und nachher keine Gelegenheit ist, etwas daran zu ändern?

Sachv. **Lehmann:** Ich sagte eben, wir wollen die Kurse nicht geheim machen, sondern in Gegenwart des Kommissars; ob eines Börsenkommissars oder eines staatlichen, das ist eine Frage, die ich gar nicht zu entscheiden habe. In der Absicht der Makler liegt es nicht, sich der Kontrole zu entziehen.

Vorsitzender: Dann würden sehr viel mehr Kommissare nöthig sein?

Sachv. **Lehmann:** Das ist ganz selbstverständlich. Heute können sich die Herren nicht so eingehend darum kümmern bei großem Umfange des Geschäfts. Der Kommissar ist nicht immer in der Lage, den ihm von den vereideten Maklern angegebenen Kurs zu kontroliren. Es ist im wesentlichen Vertrauenssache, und wenn schärfere Strafbestimmungen getroffen würden, die gegen die dagegen fehlenden Makler angewendet werden, so glaube ich, daß selbst diejenigen Elemente unter uns, die vielleicht manchmal sich kleine Sünden zu Schulden kommen lassen, sich davor hüten werden.

Graf **Arnim:** Es scheint mir also, als ob der Herr Sachverständige auch dem Gedanken der Anstellung von staatlichen Börsenkommissaren nicht abgeneigt ist, und scheinen die anständigen Elemente unter den Maklern den Wunsch zu haben, daß die weniger tüchtigen Elemente einer schärferen Kontrole unterstellt werden. Wenn außerdem von dem Herrn Sachverständigen geäußert worden, es wäre den Maklern jetzt schon eine schärfere Kontrole seitens des Börsenkommissars erwünscht, so kann er mir vielleicht den Grund angeben, warum die Börsenordnung nur auf dem Papier steht und nicht durch eine größere Anzahl von Börsenkommissaren eine bessere Kontrole ausgeübt wird. Denn heute ist dieselbe thatsächlich eine illusorische. § 16 der Börsenordnung giebt dem Börsenkommissar weitgehende Rechte, Thatsache aber ist, daß diese Rechte nur in geringem Maße ausgeübt werden. Es fungiren nur zwei Börsenkommissare, während ca. 40 Maklergruppen die Kurse machen. Es ist absolut unmöglich, die Bestimmungen der Börsenordnung durchzuführen, und ich frage Sie, woran liegt es, daß die Aeltesten der Kaufmannschaft nicht eine größere Kontrole einzuführen für ihre Pflicht gehalten haben.

Sachv. **Lehmann:** Den Wunsch nach einer größeren Kontrole habe ich nur bedingt ausgesprochen. Dieser Wunsch tritt bei mir in dem Moment in die Erscheinung, wo die Geheimhaltung des Kursmachens erlaubt ist. Jetzt aber, wo die Kurse ganz öffentlich festgesetzt werden, und jeder Interessent, jeder Bankier und auch noch andere theilnehmen und zuhören, haben wir eine Kontrole im übergroßen Maßstab, mehr, als uns lieb ist; nicht in dem Sinne, daß wir uns der Kontrole entziehen möchten, sondern daß darin eine arge Belästigung liegt. Wir können auch von jedem dabeistehenden Bankier u. s. w. kontrolirt und rezensirt werden. Ich glaube, das erfüllt in der Hauptsache denselben Zweck, wie die Einrichtung der angestellten Börsenkommissare.

Vorsitzender: Sie haben es vorhin als einen Uebelstand hervorgehoben, daß dadurch häufig Geschäfte nicht zur Ausführung gelangen.

Sachv. **Lehmann:** Doch nur bedingt insofern, als ich sagte, daß Limiten, die uns brieflich oder telegraphisch zugehen, Ordres, welche uns die betreffenden Bankiers zwischen 12 und ½2 Uhr gegeben haben, vielleicht nicht zur Ausführung kommen können, weil einer dazwischen tritt, und sagt: Ich zahle 10 Pfennig mehr und nehme die Waare für mich. Es kann ein kleiner Bankier sein, ein Spekulant, ein Agent u. s. w. Ich würde in der geheimen Kursmachung gewissermaßen eine Sicherung und einen Schutz des wirklich reellen Bankgeschäfts sehen. Die Ordres, die einem gegeben worden sind, würden thatsächlich zur Ausführung kommen, so weit eben Material von den Papieren am Markte ist; nicht blos zu Gunsten irgend eines Beliebigen, Dabeistehenden und zufällig Dazwischentretenden, der hört, daß z. B. 60 000 bei einem Kurse von 100 gebraucht werden, und er sagt dann: Ich nehme sie zu 100,10.

Vorsitzender: Nun wird ja wohl eine Warnungstafel aufgerichtet?

Sachv. **Lehmann:** Das ist bei größeren Kursschwankungen der Fall, wo ein großer Kursdruck nach oben oder nach unten in die Erscheinung tritt, dann werden die Betheiligten durch Anschreiben an eine schwarze Tafel benachrichtigt und aufgefordert, am Kursmachen theil zu nehmen und können dann dazwischen treten und sagen: Zu dem Kurse kaufe ich noch, wodurch weitere Schwankungen verhindert werden.

Freiherr **von Huene:** Wenn ich den Herrn Sachverständigen richtig verstanden habe, so wird also, sobald ein Papier über Erwarten günstig steht, gebremst, wenn ich so sagen soll. Dann hat der Sachverständige gesagt, es läge in der Oeffentlichkeit — wie ich ihn verstanden habe — keine Kontrole der Makler in Bezug auf Kursfeststellung zu Gunsten des Publikums. Er meinte, daß durch diese Art gewisse reelle Geschäfte geschädigt werden könnten, die die geheime Kursfeststellungen bevorzugen, allerdings unter ganz scharfer Kontrole des Börsenkommissars. Nun frage ich: Wie sollen kontrolirende Beamte, ein Staatsbeamter oder ein anderer, sich das Material verschaffen, um die Herren Makler zu kontroliren? Die Kontrole ist bisher durch das Publikum eingetreten. Wie denkt sich der Herr Sachverständige das, daß der Börsenkommissar von etwaigen falschen Kursnotirungen der Makler Kenntniß erhält?

Sachv. **Lehmann:** Herr Baron, ich bin der Meinung, daß eine Kontrole des vereideten Maklers für gewöhnliche Fälle entbehrlich ist, also, wenn es sich darum handelt, aus dem gegebenen Material den Kurs festzustellen. Wenn z. B.

der Kurs von Konsols gestern 106,70 war, und er wird heute unter Assistenz eines Börsenkommissars ebenfalls wieder auf 106,70 festgestellt, d. h. Angebot und Nachfrage ist ausgeglichen, dann meine ich: wozu ist eine Kontrole nöthig? Dieselbe wird nur dann in die Erscheinung zu treten nöthig sein, wenn der heutige Kurs von 4prozentigen Konsols, der gestern 106,70 war, von den Maklern ganz unverhältnißmäßig hoch herauf oder herunter gesetzt worden ist. Das würde ein Einbruch sein, wie man an der Börse sagt, der höchst strafbar wäre. In diesem Augenblick würde der Kommissar eintreten müssen. Heute braucht er es nicht, weil alle Danebenstehenden sofort sagen würden: Weshalb machst Du denn den Kurs z. B. 106,25? Wozu mit einem Mal diesen Kurssturz unter ganz ruhigen Verhältnissen? Es könnte also in diesem Moment der Kurs noch nachträglich, selbst wenn es von den Maklern unterlassen wurde, noch durch irgend welchen Aushang bekannt gemacht werden, und so etwas verbreitet sich sehr schnell an der Börse, und es würden sofort seitens der Interessenten die Ordres eingehen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Damit kommen Sie im Wesentlichen auf das hinaus, was Freiherr von Huene sagt. Sie geben zu, daß jetzt das Publikum kontrolirt, und wenn das späterhin nicht mehr möglich wäre, so würde sich der Kurs ergeben aus einer Zusammenstellung der Aufträge, die in den Maklerbüchern stehen und die der Kontrole des Börsenkommissars zu unterliegen hätten. Würden Sie da nicht lieber gleich einen Schritt weiter gehen und sagen: Schaffen wir doch die vereideten Makler ab, setzen wir da einen Schreiber hin, der die Kurse aufnimmt, und lassen Sie den Börsenkommissar gleich die Kurse machen, denn dann ist von einer vermittelnden Thätigkeit des Maklers, von einem Entgegennehmen von Aufträgen absolut nicht mehr die Rede, während gerade die Schilderung der Vorgänge bisher ergeben hat, daß außer den Aufträgen, die dem Makler in sein Buch diktirt werden, bei einer Kursveränderung sofort neue Aufträge kommen, entweder zu kaufen oder zu verkaufen. Nun könnte da eine Zwischenstation gemacht werden, d. h. nun könnte der Börsenkommissar sagen: ich beabsichtige, den Kurs so und so zu machen, aber ich habe ihn noch nicht gemacht, und dann tritt die Oeffentlichkeit ein. Er soll es mittheilen: das beabsichtige ich, und das Publikum fragen, wie es sich dazu stellt. Ich will zugeben, daß auch diese Sache ihre Mängel hat, wenn jemand Aufträge ohne bestimmtes Limitum ertheilt, der Makler wird die dann jedenfalls immer mit seiner eigenen Haut vertreten und das Geschäft machen, während so, wenn der Kommissar sich einmal irrt, dies für das Publikum viel empfindlicher ist. Und dann habe ich auch noch praktische Bedenken gegen den Kommissar. Ist da nun zu denken, daß er alle Einzelheiten des betreffenden Papiers gerade genau kennt, ganz genau informirt ist, wie die Sache gelegen hat? Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er sich wohl sehr viele Personen als Börsenkommissare denken kann, die in alle Einzelheiten eingeweiht sind, deren Kontrole nur dann eine wirksame sein kann? Vielleicht wird der Herr Sachverständige darin mit mir übereinstimmen, daß durch eine etwas mangelhafte Kontrole des Kommissars, wo die Uebelstände sich nicht bei den Händlern, sondern bei den Maklern herausbilden können, daß diese nicht im strengsten Sinne des Wortes ihrer Pflicht genügen. Ich will nur auf ganz akute Fälle aufmerksam machen, daß z. B. ein Makler eine Ordre in sein Buch einträgt für Herrn so und so, und der ist zufällig ein genauer Freund von ihm, der jede Ordre, welche der Makler einschreibt, immer gutheißen wird und die

Bestätigung ertheilen wird. Hat das nicht für das draußenstehende Publikum viel größere Gefahren?

Sachv. **Lehmann:** Ich möchte nur den vorgeführten Fall, ob man nicht gleich lieber das Institut der vereideten Makler ganz und gar abschaffen könnte und blos einen Schreiber hinsetzte, der die Kurse notirt, widerlegen. Das würde in der Praxis wohl nicht sich ausführen lassen. Denn in diesem Falle müßte der Börsenkommissar an die Stelle des Maklers treten.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Schreiber thuts.

Sachv. **Lehmann:** Das habe ich eben überhört. Ich meinte, es wäre Ihre Ansicht, der Börsenkommissar müßte selbst alle Ordres in Empfang nehmen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Zunächst der Schreiber, der soll es notiren.

Sachv. **Lehmann:** Das wäre vielleicht ein Ausweg, der gewählt werden kann. Ich habe von Anfang an betont, daß ich nicht unter allen Umständen das bestehende Verfahren vertheidige, oder dasselbe gar nicht verändert sehen will. Ich habe nur auf gewisse Mängel und Uebelstände aufmerksam machen wollen, die eben doch darin für die Außenstehenden liegen. Gewissermaßen hat heute nur der Glückliche einen Vortheil von dem Verfahren, der eben zugegen ist.

Vorsitzender: Sie wollen immerhin eine Aenderung oder nicht?

Sachv. **Lehmann:** Ich habe eine Aenderung insofern empfohlen und vorgeschlagen, als ich die geheime Kursmachung vorschlug, worin ich den einzigen Weg sehe, den augenblicklich herrschenden Uebelständen entgegenzutreten. Ob das aber nicht wieder andere Uebelstände, wie sie Herr Geheimrath Frentzel anführte, im Gefolge hätte, das will ich durchaus nicht in Abrede stellen. Das wäre immer möglich.

Die Schwierigkeit des Vorschlags des Herrn Geheimrath Frentzel scheint mir darin zu liegen, daß, wenn der Kommissar die Kurse feststellen soll, dieser über die thatsächlich erfolgten Abschlüsse keine Authenticität haben würde. Wer garantirt dafür, ob der Schluß, der eingeschickt wird von irgend einem Mitglied der Börse, das selber ein Interesse daran hat, ein thatsächlicher Abschluß gewesen ist?

Vorsitzender: Zunächst handelt es sich nur um Limiten, nicht um wirkliche Abschlüsse. Daneben soll auch das auf dem freien Markt Vorgehende berücksichtigt werden. Wird dies bei Ihnen nicht auch gemeldet?

Sachv. **Lehmann:** Wir berücksichtigen das nur insoweit, als der augenblickliche Kursstand von Papieren, die per Ultimo gehandelt werden, berücksichtigt werden kann.

Vorsitzender: Es braucht nicht Jedermann, der Geschäfte machen will, das sebst bei Ihnen zu melden, sondern er kann es durch einen Pfuschmakler, nicht vereideten Makler thun. Kommt zu Ihrer Kenntniß, zu welchen Preisen solche Geschäfte gemacht werden?

Sachv. **Lehmann:** Nein, das ist unmöglich, das wird mit Vorliebe gerade vor dem vereideten Makler geheim gehalten, daß der betreffende Pfuschmakler ein Geschäft abgeschlossen hat. Eben weil in der Institution der Pfuschmakler selbst an der Börse auch seitens der vereideten Makler eine unberechtigte Konkurrenz gesehen wird, deshalb sagen die betreffenden Auftraggeber: Wenn Du es nicht ausführen kannst, gieb mir die Ordre zurück, ich gehe dann zu dem vereideten Makler.

Vorsitzender: Da handelt es sich auch um große Limiten?

Sachv. **Lehmann:** Es werden sehr große Summen durch die Pfuschmakler gehandelt.

Vorsitzender: Erfahren Sie die Limiten nicht?

Sachv. **Lehmann:** Nein.

Vorsitzender: Es können mitunter bedeutende Geschäfte sein?

Sachv. **Lehmann:** Gewiß. Es kommen Tage vor, wo der Pfuschmakler viel mehr handelt, als der vereidete Makler. Er macht größere Konzessionen in Bezug auf die Kourtage, es giebt Leute, die mit dem denkbar kleinsten Satz zufrieden sind, mit $^1/_8$ Kourtage.

Vorsitzender: Der von Ihnen festgestellte Kurs ist nur ein bedingt richtiger. Mehrere Sachverständige versicherten, der vereidete Makler nähme auch auf die Bewegung des freien Marktes Rücksicht.

Sachv. **Lehmann:** Ja, ich kann mir nicht denken, daß einer etwas anderes gemeint haben sollte, wenn er vom freien Markt spricht, als den Ultimomarkt.

Vorsitzender: Beim Kassageschäft handelt es sich zunächst um Limiten. Kommt es aber nicht auch vor, daß die Kontrahenten sogleich definitiv abschließen?

Sachv. **Lehmann:** Nein, sie verabreden keinen festen Kurs außer dem, den die vereideten Makler festsetzen.

Vorsitzender: Die Geschäfte werden nur nach Maßgabe der künftigen Notiz gemacht?

Sachv. **Lehmann:** Die Pfuschmakler nehmen Limiten an genau wie wir.

Vorsitzender: Ihre Thätigkeit besteht nicht blos im Entgegennehmen solcher Ordres, sondern sie bemühen sich auch den Kurs mit den Kontrahenten auszugleichen?

Sachv. **Lehmann:** Ich glaube, unbedingt, Herr Präsident. Wenn sie größere Kaufordres bekommen und es steht nicht die nöthige Nachfrage entgegen oder umgekehrt, so werden sie zu den interessirten Kreisen, von denen sie wissen, daß sie sich für ein Papier interessiren, sagen, es wird heute gebraucht, wollen Sie etwas thun? Dann machen sie den voraussichtlichen Kurs und dann kommt der betreffende Interessent vielleicht hin und giebt Ordre, indem er sagt, wenn der Kurs so ist, dann werde ich nehmen oder geben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zunächst konstatiren, daß auch nach meiner Erinnerung mehrere Herren Sachverständigen ausgeführt haben, daß eine Berücksichtigung der Umsätze des freien Marktes allgemein stattfände und dies die Hauptkontrole für eine objektiv richtige Kursfeststellung sei.

Dann zweitens kann ich konstatiren, daß der Herr Sachverständige auch bestätigt hat und sein Vorschlag beruht ja darauf, daß solche Fälle nicht selten vorgekommen sein können, daß durch Herauf- und Herunterschreien der Kurse auf die Kursfeststellung ein Einfluß geübt wird, eine Thatsache, die von anderen Sachverständigen mit großer Entrüstung zurückgewiesen wurde.

Dann wollte ich an den Herrn Sachverständigen zwei andere Fragen richten: Ist es denn nicht bedenklich, wenn der Makler sich an die interessirten Kreise wendet und denen ganz offen die ihm vorliegenden Ordres mittheilt? Sind damit nicht Manipulationen sehr erleichtert zum Nachtheil der Auftraggeber und würde die Sache nicht noch bedenklicher, wenn eine Beschränkung der Oeffentlichkeit stattfände? Liegt darin nicht ein großer Nachtheil,

daß die Leute nun wissen, es fehlen gerade 50 000 zu dem und dem Limit, und wenn sie diese Ihnen geben oder etwas mehr, z. B. 100 000, gelingt es ihnen, den Preis herunterzudrücken oder in die Höhe zu bringen. Der Nachtheil scheint darin zu liegen, daß ihnen die Summe bekannt wird, und ist es nicht ein Fehler von den vereideten Maklern, daß sie sich in dieser Weise an die interessirten Kreise wenden. Das Geschäft erfordert es natürlich, daß Käufer und Verkäufer zusammen geführt werden. Aber wenn ein Mann wie Polke weiß, es liegt eine einzige Verkaufsordre vor mit einem Limit von so und so viel, dann ist er im Stande, durch Uebernahme diese Ordre einen ihm günstigen Kurs herbeizuführen. Er würde es nicht so leicht können, wenn er nicht wüßte, daß es sich blos um eine Summe von vielleicht 100 000 Mark handelt.

Dann möchte ich den Herrn Sachverständigen fragen, ob es sich nicht empfiehlt, gewisse Effekten, in denen thatsächlich ein regelmäßiger Umsatz nicht stattfindet, auch von einer regelmäßigen Notiz auszuschließen, und nur in gewissen Zwischenräumen, ich möchte sagen, wöchentlich zwei Mal, zu notiren. Zweifellos ist von vielen Seiten behauptet, daß der Kurszettel jetzt kein richtiges Bild über die abgeschlossenen Geschäfte giebt, da vielfach Notirungen stattfinden, obwohl keine Umsätze gewesen und eigentlich ein Strich gemacht werden sollte. Man notirt aber, um den ungünstigen Eindruck, den zu viele Striche machen würden, zu vermeiden, den gestrigen Kurs. Das ist keine richtige Behandlung. Würde nicht eine Verbesserung eintreten, wenn man gewisse Effekten, die thatsächlich selten umgesetzt werden, nur an gewissen Tagen handelt? Es würde dann an diesen Tagen natürlich ein sehr viel größeres Angebot und eine größere Nachfrage stattfinden und infolgedessen eine zuverlässigere Grundlage für die Notirung gegeben sein.

Sachv. **Lehmann:** Um auf die letzte Frage zuerst zu antworten, so möchte ich darin eine Beschränkung der persönlichen Freiheit jedes Besitzenden sehen, der nur auf einen Tag angewiesen sein soll. Wer soll den Tag festsetzen?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie können keine Beschränkung der persönlichen Freiheit darin erblicken, daß z. B. Butter nur an dem und dem Ort gehandelt werden darf und nicht überall. Das thut die Polizei jeder Zeit, und die Aeltesten beschränken die persönliche Freiheit auch dadurch, daß sie sagen: es darf nur bis 2 oder 3 Uhr gehandelt werden.

Sachv. **Lehmann:** Schließlich muß jedes Ding sein Ende haben, aber ich meine, wenn ich heute in der Lage bin, etwas Geld zu brauchen und dann, weil es zufällig Montag ist, bis zum Sonnabend warten soll, wo das Papier, das ich besitze, einzig und allein nach gehandelt wird — ich habe keines der täglich notirten Papiere, ich muß aber plötzlich Geld haben —, so kann ich, weil ich nicht im Stande bin, bis Sonnabend zu warten, sondern mir anderwärts das Geld besorgen muß, wenn ich dort keines bekomme, gezwungen sein, ein Geschäft fahren zu lassen. Ich kann meinen Verpflichtungen nicht nachkommen oder kann diesem und jenem nicht helfen, dem ich helfen will. Ich meine also, das ist zu weit gegangen, die Notirung auf einen bestimmten Tag zu beschränken.

Vorsitzender: Es bezieht sich das namentlich auf Versicherungsaktien, die früher in größerem Umfange gehandelt wurden, in welchen aber jetzt gar kein Geschäft ist;

nichtsdestoweniger werden sie immer noch notirt. Allerdings sind in dem letzten Kurszettel eine große Zahl, 310, nur mit Strichen notirt.

Sachv. **Lehmann:** Ich sehe kein Bedenken darin, speziell diese Aktien zu notiren. Ich will nicht den Anspruch der Unfehlbarkeit in Anspruch nehmen, aber ich glaube, daß für diese man beispielsweise nur reine Geldnotizen oder reine Briefnotizen sieht.

Vorsitzender: Fiktionen wünscht man nicht im Kurszettel zu sehen, sondern er soll der Ausdruck der wirklich gemachten Geschäfte sein. Wenn nun ein Papier nur an einem bestimmten Tage amtlich notirt wird, würde man es vielleicht erreichen, daß das Geschäft in dem betreffenden Papier sich an diesem Tage konzentrirt?

Sachv. **Lehmann:** Gewiß, die Möglichkeit liegt vor, Herr Präsident. Aber es liegt auch nichts Verwerfliches darin, diesen Kurs, zu dem Nachfrage wirklich besteht, als reinen Geldkurs in den Kurszettel zu rücken und jedem Besitzer des Papiers zu zeigen, zu dem Kurs wird etwas verlangt.

Vorsitzender: Es ist vielleicht nichts verlangt; nur am vorigen Tage fand ein Geschäft statt. Nichtsdestoweniger wird für den nächsten Tag auch notirt.

Sachv. **Lehmann:** Ja, wenn heute zu dem betreffenden Kurs verlangt wird, notire ich ihn: „Geld."

Vorsitzender: Nun giebt aber niemand etwas, und am anderen Tage?

Sachv. **Lehmann:** Am anderen Tage gilt die Ordre weiter, wie z. B. Ordres für einen Monat giltig vorkommen.

Vorsitzender: Das ist wohl beinahe die Regel; aber es giebt auch andere Fälle?

Sachv. **Lehmann:** Es giebt solche, wo nichts gefragt ist, es liegt vielleicht kein Bedürfniß vor, die Notiz zu machen, aber diejenigen, die etwas von dem Papier besitzen, wollen den Kurs nicht gestrichen sehen, und wir nehmen nun, wenn der Kurs nicht dem letztnotirten entsprechend auf der Höhe zu halten ist, so sage ich: „Geld zu dem so und so ermäßigten Kurse," dagegen würde ich nicht das Papier ganz streichen, sondern mit dem gestrigen Geldkurs notiren.

Vorsitzender: Das setzt voraus, daß Sie mit jemand gesprochen haben und sich jemand bereit gezeigt hat?

Sachv. **Lehmann:** Gewiß, oder daß der Betreffende sich überzeugt, daß das Papier nicht gestrichen ist und dem Makler die Gründe angiebt.

Vorsitzender: Das würde ganz willkürlich sein. Einzelne Papiere würden Sie streichen, um die sich niemand kümmert?

Sachv. **Lehmann:** Ich persönlich würde dagegen nichts einzuwenden haben, daß solche Papiere, in denen ein Geschäft effektiv nicht zu Stande gekommen ist, gestrichen werden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte daran erinnern, daß dieses Notiren eine sehr wesentliche rechtliche Bedeutung hat. Ist ein Strich da, so ist kein Marktpreis vorhanden. Wenn Sie aber den gestrigen Preis notiren, so geben Sie Hunderten von Kommissionären die Möglichkeit, auf Grund dieses Preises, der gar nicht existirt, Geschäfte mit ihren Kommittenten zu reguliren. Dann möchte ich Sie bitten, über die andere Frage sich zu äußern.

Freiherr **von Huene:** Ich verstehe diese Sache so, daß, wenn eine Notiz im Kursblatt erscheint, dann entweder Angebot oder Nachfrage, wenn auch in beschränktem Umfange, vorgelegen hat. Wenn ein Geschäft vorgekommen ist, — deshalb braucht keins abgeschlossen zu sein — wenn aber ein Angebot vorgekommen ist, dann wird die Ziffer notirt mit den Zeichen Br. oder G.

Sachv. **Lehmann:** Ja.

Freiherr **von Huene:** Und wenn ein Strich da ist, ist niemand dagewesen, der kaufen oder verkaufen wollte, dann ist auch niemand geschädigt.

Sachv. **Lehmann:** Gewiß!

Freiherr **von Huene:** Es würde nach Ansicht des Herrn Sachverständigen eine Beschränkung der Kompetenz des Publikums sein, wenn die Notirung gewisser Papiere auf einen Tag beschränkt wird. Er will es davon abhängig machen, ob jemand da ist, der die Geschäfte machen will. Dann erst wird notirt, und wenn keiner da ist, wird nicht notirt.

Dann wollte ich auf die erste Frage zurückkommen, die Herr Geheimer Rath Gamp stellte, mit dem Schreien. Ich möchte klar gemacht wissen, wie das Rauf- und Runterschreien bei der Feststellung in den Kassageschäften irgendwie Einfluß haben kann. Der Einheitskurs entsteht dadurch, daß der einzelne Makler bestimmte Aufträge zum Kauf oder Verkauf gegen Limiten oder „bestens" bekommt, das ist egal. Wie kann nun durch Rauf- und Runterschreien auf diesen ein Einfluß geübt werden, da doch der Makler ein bestimmtes Geschäft mit bestimmten Summen hat?

Sachv. **Lehmann:** Gewiß, dieses gerügte Rauf- und Runterschreien hat effektiv auf das nur per Kassa gehandelte Papier gar keinen Einfluß.

Freiherr **von Huene:** So habe ich's auch aufgefaßt.

Sachv. **Lehmann:** Das kann nur von Papieren Geltung haben, die zugleich einen Ultima-Kurs haben.

Vorsitzender: Damit geben Sie zu, daß, wenn jemand einen bestimmten Preis ausschreit, ein anderer bewogen werden kann, ein bestimmtes Angebot zu machen ohne Limitum per Kassa?

Sachv. **Lehmann:** Das findet gar nicht statt. Es ist mir nicht bekannt. Ich habe mehrere Jahre rein spekulative Papiere gehandelt.

Vorsitzender: Sie meinen also, praktische Bedeutung hat es nur für Zeitgeschäfte?

Sachv. **Lehmann:** Ja wohl!

Vorsitzender: Sie haben vorhin erwähnt, daß das einen Einfluß auch auf Kassageschäfte hätte.

Sachv. **Lehmann:** In gleichzeitig auf Ultimo gehandelten Papieren.

Vorsitzender: Aber nur in dieser begrenzten Ausdehnung, und jetzt nehmen Sie's wieder zurück.

Sachv. **Lehmann:** Nein, das nehme ich nicht zurück, in dieser begrenzten Ausdehnung für Papiere, die zu gleicher Zeit per Ultimo gehandelt werden, da hat es Einfluß.

Vorsitzender: Also auch auf den Kassakurs?

Sachv. **Lehmann:** Ja wohl, indirekt.

Freiherr **von Huene:** Insofern verstehe ich es, daß der Ultimokurs beeinflußt wird und dies auch auf

den Kassakurs zurückwirkt und der Makler in Folge des Ultimokurses Aufträge für Kassageschäfte bekommt mit einem Limitum, welches durch Rauf- und Runterschreien beeinflußt wird.

Sachv. **Lehmann:** Dadurch wird eben eine größere Schwankung zwischen dem augenblicklich, sei es um 1/2 oder 3/4 2 gehandelten Kassakurs gegenüber dem draußen gehandelten Ultimakurs vermieden, sie schrumpft zusammen bis auf die Zinsdifferenz, sei es bis zum 12., 25. oder Ultimo des Monats. Das kommt zum Ausdruck, und diese Differenz hat keinen Einfluß auf den festgesetzten Kurs, sondern nur der augenblickliche Kurs des Ultimohandels kommt mit in die Erscheinung beim Kassakurs und hat Einfluß darauf.

Freiherr **von Huene:** Sie haben davon gesprochen, daß der freie Markt berücksichtigt werden soll von dem vereideten Makler. Ich habe in den früheren Verhandlungen nicht den Eindruck gewonnen, als ob sich der Makler beim Kassakurs um den freien Markt kümmert. Ich frage den Herrn Sachverständigen, ob nicht gerade das öffentliche Kursmachen eine Gewähr giebt, daß der freie Markt zur Geltung kommt, indem die Leute, die im freien Markt Geschäfte gemacht haben, herantreten und ihr Geschäft gewissermaßen mit in die Wagschaale legen. Wenn die Oeffentlichkeit wegfallen würde, fiele auch dieser ganze Einfluß des freien Markts auf die Kurse weg.

Sachv. **Lehmann:** Allerdings.

Vorsitzender: Würde nicht in einem solchen Fall, wenn diese Geschäfte bei Ihnen angemeldet werden und Sie dieselben in Ihr Buch eintragen, doppelte Kourtage beim Privatmakler und beim vereideten Makler zu zahlen sein? Und erfolgen etwa deshalb keine Anmeldungen?

Sachv. **Lehmann:** So ist es nicht, Herr Präsident. Der betreffende Privatmakler oder angestellte Agent der Maklerbank tritt in diesem Fall als Selbstkontrahent ein. Hat er per Ultimo verkauft und kauft per Kassa, so hat er dem vereideten Makler natürlich eine Kourtage zu zahlen.

Vorsitzender: Das ist ein anderer Fall, eine andere Kombination.

Freiherr **von Huene:** Ich habe es so gemeint, daß er herantritt an den Makler und reell anmeldet, um auf einen höheren Kurs Einfluß zu gewinnen, und trotz der Kourtage werden vielleicht nach Geschäfte gemacht.

Sachv. **Lehmann:** Das ist nicht ausgeschlossen.

Vorsitzender: Das würde etwas neues sein.

Freiherr **von Huene:** Ich habe gedacht, das öffentliche Kursmachen macht es dem Makler möglich, wenn er ein Geschäft macht auf dem freien Markt, er hat ein Limitum bekommen, und nun wird das Geschäft nicht ausführbar sein, weil die Kurse, die festgestellt sind, dazu nicht passen. Dann hat man vielleicht beim Makler einfach anzumelden ein bestimmtes Geschäft, limitirt, um sein Geschäft dadurch ausführen zu können, man kann kaufen aber verkaufen zu niedrigerem oder höherem Kurs und auf diese Art wird beim öffentlichen Kursmachen das freie Geschäft, wenn es den Herren Geschäftemachern paßt, indirekt Einfluß gewinnen auf die Kursbildung.

Geheimer Kammerzienrath **Frentzel:** Ich wollte fragen, ob die Bezeichnung des freien Marktes, unter dem man nicht verstehen soll, was im Börsenjargon Frankamarkt genannt wird, nicht wesentlich sich dadurch unterscheidet von dem offiziellen Börsenkursmarkt, daß unter dem freien Markt man versteht, daß im Augenblick,

wo man über die Summe handelt, man auch gleich den Preis handelt, im Gegensatz zu dem an die Einheitsnotiz gebundenen Kassamarkt, wo man eigentlich zunächst nur die Summe feststellt und erst um 1/2 2 Uhr im Wege der gegenseitigen Ausgleichung einen Preis findet. Und wenn nun Herr Geheimrath Gamp der Meinung war, daß eine Berücksichtigung des freien Marktes bei der Kassanotiz, wenigstens ich habe es so verstanden, nicht stattfindet, so möchte ich den Herrn Sachverständigen fragen, ob im Wesentlichen und mit Ausschluß derjenigen Papiere, die gleichzeitig per Kassa und im Ultimo gehandelt werden, also bei den reinen Spekulationspapieren, eigentlich von einem freien Markt in dem Sinn, wie ich vorher es unterschied, groß die Rede sein kann. Ich glaube, davon ist beinahe nicht die Rede, sondern das geht alles als Einheitskurs.

Sachv. **Lehmann:** Gewiß, Herr Geheimrath. Es war auch meine Darlegung, daß von freiem Markt bei Kassapapieren keine Rede ist. Unter freiem Markt versteht jeder Börsenmann lediglich den Ultimohandel.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte fragen, die Einwirkung dieses Ultimomarktes auf die Bildung des Kassakurses erfolgt nur in der Weise, wie sie Freiherr von Huene mittheilte, nur in der Weise, daß, wenn die Leute wollen, sie in Folge dessen beeinflußt durch den augenblicklichen Ultimokurs herankommen an den Kassakursmakler?

Sachv. **Lehmann:** Nein, das ist nur auf dem Wege, daß andere Personen, die sich dadurch beeinflußt fühlen, darauf hin vorgehen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sollten da nicht große Willkürlichkeiten eintreten?

Sachv. **Lehmann:** Unser Platz ist unmittelbar an dem sogenannten freien Markt und kein Makler wird handeln, der nicht auf das, was dort sich zuträgt, Rücksicht nimmt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann muß ich Sie nicht verstanden haben.

Vorsitzender: Ich habe es auch so verstanden, wie Herr Senatspräsident Dr. Wiener.

Wir sind auf die Frage der Terminkurse noch nicht näher eingegangen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte allerdings diesen Punkt aufklären. Mir ist ein spezieller Fall in Erinnerung, den ein Sachverständiger erwähnte. Wenn der vereidigte Makler auf Grund seiner Aufträge zu dem Ergebniß kommt, den ersten Kurs im Terminhandel so und so festzustellen, ist er dann verpflichtet, wenn ein Bankier ihn darauf aufmerksam macht, daß auf dem freien Markt der Kurs ein anderer ist, auf die Umsätze im freien Markt Rücksicht zu nehmen?

Es verursachte dieser Punkt eine ziemlich erregte Auseinandersetzung; ein Sachverständiger sagte, er hätte es so gemacht, er wäre dazu durchaus berechtigt, der Makler wäre verpflichtet, auf die Umsätze im freien Markt Rücksicht zu nehmen. Ich glaube, Herr Geheimrath Frentzel wird sich dessen auch entsinnen. Der Herr erwähnte, er hätte den vereideten Makler darauf aufmerksam gemacht, daß seine Kursnotiz unrichtig gewesen; er müßte berücksichtigen, daß Diskontokommandit im freien Verkehr zu 176 gehandelt worden, und er könne deshalb den Kurs nicht auf 178 festsetzen.

Vorsitzender: Es ist konstatirt worden, daß bei der großen Zahl von Geschäften, die in der natürlichen

Entwickelung des Verkehrs begründet sind, der größte Theil nicht von den aereideten Maklern abgeschlossen wird und sich diese daher der Gefahr aussetzen, falsche Notizen herbeizuführen, wenn diese freien Geschäfte nicht berücksichtigt würden.

Freiherr **von Huene:** Die Frage, welche Herr Geheimrath Gamp bezüglich des Ultimogeschäfts stellte, ist bis jetzt noch nicht beantwortet worden.

Vorsitzender: Dann können wir mit dem Kassageschäft wohl schließen hinsichtlich der Frage der Kursfeststellung und gehen zum Termingeschäft über, wo wir den Einheitskurs nicht haben. Wollen Sie die Güte haben, uns das näher darzulegen.

Sachv. **Lehmann:** Beim Termingeschäft werden die Kurse eigentlich in derselben Weise ermittelt, nur mit dem Unterschied, daß wir zwei amtliche Kurse haben, d. h. solche zu zwei verschiedenen Zeiten, und zwar werden amtliche Durchschnittskurse, will ich sagen, notirt um 12 und um 2, um 12 der Anfangskurs und um 2 der offizielle Schlußkurs. Zu Werke wird dabei genau so gegangen wie beim Kassakurs. Wir bekommen die Aufträge und ermitteln daraus den Durchschnitt des Kurses, d. h. wir vergleichen Angebot und Nachfrage.

Vorsitzender: Bezieht sich das nicht nur auf den Anfangskurs?

Sachv. **Lehmann:** Ja, in Wirklichkeit nur auf den Anfangskurs, weil zum sogenannten Schlußkurs um 2 Uhr höchst selten Ordres gegeben werden.

Vorsitzender: Der Kurs wird hier nicht in derselben Weise ermittelt wie der Einheitskurs. Wie ist es damit?

Sachv. **Lehmann:** Das ist nur der Mittelkurs, der um 12 Uhr festzustellen ist, es ist der Durchschnittskurs aus allen gegebenen Ordres.

Vorsitzender: Und wie steht es mit der Zwischenzeit, bis 2 Uhr?

Sachv. **Lehmann:** Das ist die offizielle Schlußnotiz.

Vorsitzender: Wie kommen Sie zu der?

Sachv. **Lehmann:** Zu der kommen wir, wenn wir Ordres haben, auf demselben Wege. Wenn wir keine haben, so haben wir uns darum zu kümmern, wie das Papier im freien Verkehr augenblicklich gehandelt wird und notiren dann Brief oder Geld.

Vorsitzender: Das wäre das, was auch Herr Kopetzky gesagt hat.

Sachv. **Lehmann:** So würde es sein. Da stehe ich allerdings auf einem andern Standpunkt in Bezug auf die Zulassung der freien Makler und deren Einflußnahme auf den Kurs, indem ich einfach sage, sind die aereideten Makler zu dem Zweck eingeführt, ein Papier auf Ultima zu handeln und zu notiren, so hat man sich eben, um den Kurs zum Ausdruck zu bringen, an den Makler zu wenden und nicht mit irgend welchem dabeistehenden jungen Mann den Abschluß zu machen.

Vorsitzender: Sind das alles definitive Abschlüsse, die gemacht werden?

Sachv. **Lehmann:** Ja, das sind definitive Abschlüsse.

Vorsitzender: Wie ermitteln Sie aber nachher den Durchschnitt?

Sachv. **Lehmann:** Wir nehmen von den Verkaufs- und Kaufsordres, gleichviel wie sie stehen, den Kurs, so lange bis wir das Quantum haben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das ist genau dasselbe Verfahren wie beim Kassakurs.

Sachv. **Lehmann:** Genau dasselbe Verfahren.

Vorsitzender: Und wie ist es beim Schlußkurs?

Sachv. **Lehmann:** Da haben wir höchst selten Ordres.

Vorsitzender: Und wenn Sie keine haben?

Sachv. **Lehmann:** Dann notiren wir den Kurs, wie er augenblicklich im freien Verkehr gehandelt wird.

Vorsitzender: Sind das bloße Limiten oder wirklich gemachte Geschäfte?

Sachv. **Lehmann:** Das sind wirkliche Geschäfte.

Vorsitzender: Mit festen Kursen?

Sachv. **Lehmann:** Mit festen Kursen. Uns ist gewissermaßen das Limit in der Ordre gegeben. Z. B. es will jemand zum Schlußkurs 50 000 Thaler Diskonto-Kommanditantheile, zu der Notiz, die amtlich als letzte angesehen wird, nicht höher und nicht niedriger.

Vorsitzender: Es schwanken doch die Werthbemessungen über Papiere im Lauf der Börse. Werden nicht bestimmte Kurse nachher zu Grunde gelegt?

Sachv. **Lehmann:** Die Schwankungen kommen zum Ausdruck in den verschiedenen Notizen, die gemacht werden, um 12 ist der erste Kurs von Diskonto-Kommandit, ich will mal sagen 200, und nun geht das Thermometer rauf und runter, der Kurs steigt und fällt, und diese verschiedenen Schwankungen müssen wir zum Ausdruck bringen durch unsere Notizen.

Vorsitzender: Also Sie registriren die wirklich gemachten Geschäfte. Da ist ein Einfluß der späteren Feststellung nicht vorhanden?

Sachv. **Lehmann:** Nein, der ist nicht vorhanden.

Vorsitzender: Wird der Schlußkurs auch nach dem Durchschnitt ermittelt?

Sachv. **Lehmann:** Er hat so gut wie gar keine Bedeutung, es kommen höchst selten Ordres dazu.

Vorsitzender: Aber für die letzten Geschäfte, die im freien Verkehr gemacht werden, hat er doch Bedeutung?

Sachv. **Lehmann:** Er wird Bedeutung für diejenigen haben, die Ordre zum Schlußkurs haben und an den unvereideten Makler gegeben werden. Der würde in unserer amtlichen Notiz gewissermaßen die Bestätigung sehen, daß um 2 Uhr der Kurs so gewesen ist. Das ist eine Auffassung, zu der ich nicht neige. Ich weiß eigentlich nicht, aus welchem Grunde da noch der vereidete Makler thätig sein soll. Es heißt natürlich, es muß ein Schluß der Notiz stattfinden. Wenn aber dieser Schlußkurs, wie Herr Kopetzky anführte, mit auf den Kurs Einfluß üben soll, dann ist eigentlich eine Kursfeststellung seitens der vereideten Makler überflüssig, dann sind sie blos da, um den Kurs aufzuschreiben, und die Ordres nehmen die anderen Herren in Empfang.

Vorsitzender: Sie würden das jetzige Verfahren billigen?

Sachv. **Lehmann:** Ja. Die Schlußnotiz billige ich unter allen Umständen, denn sie sagt dem Publikum, um 2 Uhr war der Kurs so, und wird selten ein anderer Makler zu der Schlußnotiz handeln. Aber ich sage andererseits, ich kann nicht einsehen, weshalb ich die verschiedenen Schwankungen zu notiren habe, ohne daß ich zu dem Kurs gehandelt habe. Ich stehe auf dem Standpunkt, daß ich sage, der vereidete Makler soll die Notizen im Ultimoverkehr nur machen, die wirklich gehandelt sind.

Vorsitzender: Würden Sie gegen eine Berücksichtigung der von den unvereideten Maklern abgeschlossenen Geschäfte sein?

Sachv. **Lehmann:** Dagegen bin ich unbedingt.

Vorsitzender: Ja, Sie sagen, wenn der vereidete Makler den Kurs feststellt, dann dürfen die unvereideten keinen Einfluß haben. Man muß doch an das draußen stehende Publikum denken

Sachv. **Lehmann:** Das wird nicht geschädigt, es liegt im Interesse des Bankiers, nicht zu dem Pfuschmakler zu gehen, sondern zu dem vereidigten.

Vorsitzender: Wenn er's aber nicht thut, sondern sich in großem Umfang der Privatmakler bedient, bekommt man da nicht ein ganz falsches Bild des Kurses, wenn man diese Geschäfte nicht berücksichtigen wollte?

Freiherr **von Huene:** Ich möchte ganz kurz die Sache rekapituliren zu meiner Orientirung. Der Anfangskurs wird eben so gemacht wie im Kassageschäft, die Makler haben die Verpflichtung, diesen Einheitskurs zu Grunde zu legen. Das Verfahren ist vollständig übersichtlich. Neulich war die Rede davon, wie es mit den Aufträgen stände, die bestens gegeben sind, ob der Usus besteht, daß, wenn es irgend möglich ist, diese Ordres zum Anfangskurs ausgeführt werden. Ist das Sitte oder kann der Betreffende sich überlegen, ob nicht möglicherweise bessere Zeiten abzuwarten sind? Das ist die eine Frage.

Dann geht das Geschäft weiter, es werden fortwährend Geschäfte ausgeführt und es ist selbstverständlich Aufgabe der vereideten Makler, diese zu notiren. Ein anderer Fall ist, sie notiren sie, um eine amtliche Notiz geben zu können als nur um zu konstatiren, in welcher Art Geschäfte gemacht worden sind. Nun kommt der Schlußkurs. Da wirken sie lediglich mit als solche, die feststellen, zu dem und dem Kurs ist zuletzt ein Geschäft gemacht worden?

Sachv. **Lehmann:** Ja wohl.

Freiherr **von Huene:** Es wird nicht berechnet, sondern konstatirt, ganz gleichgültig, ob sie selbst ein Geschäft gemacht haben oder im freien Verkehr es geschehen ist. Nun ist vorgeschlagen worden, ob es nicht zweckmäßig wäre, 3 offizielle Kurse zu machen, also den Anfangskurs für sämmtliche Geschäfte, die zu Anfang vorliegen, einen Zwischenkurs und dann einen Schlußkurs, so daß alle Ultimogeschäfte zu einem dieser drei Kurse abgeschlossen sein würden.

Dagegen wurde ein erhebliches Bedenken ausgesprochen, dadurch, hieß es, würde die Sache einen anderen Charakter bekommen, denn es sei beim Ultimogeschäft wichtig, daß jedes Geschäft sofort perfekt würde zu dem Kurs, zu dem sich die beiden Kontrahenten verständigen. Ich möchte darüber Ihre Ansicht hören.

Sachv. **Lehmann:** Da bin ich ebenfalls der Ansicht, daß bei solchem Verfahren der Vortheil des augenblicklichen festen Geschäftsabschlusses vollständig verloren geht. Dann kommt es eben darauf hinaus, daß das Geschäft wie beim Kassakurs abgewickelt wird und die Betreffenden eigentlich von 12 bis 1 Uhr oder ½2 warten müssen, und auch der Mann in der Provinz warten müßte, bis er Nachricht bekommt. Es würden die gestern von mir erwähnten Nachtheile eintreten. Es ist gewissermaßen ein Vortheil des Ultimo- und Termingeschäftes, daß jeder in der Lage ist, sich seines Besitzes zu entäußern oder die betreffende Waare in jedem Augenblick zu erwerben.

Vorsitzender: Im Lauf derselben Börse sich der Papiere wieder zu entäußern?

Sachv. **Lehmann:** Ja, in dem Moment, wo eine ungünstige Nachricht kommt. Ich kann besonders günstige Nachrichten haben über ein Papier und es wird mir plötzlich eine Depesche zugestellt, die ungünstig lautet. Im Augenblick, wo ich die Depesche empfange, gehe ich natürlich an den Markt, wo das Papier gehandelt wird, so weit ich davon etwas besitze, und mich in dem Augenblick als Bankier fühle, und sehe, wie ist der Kurs. Ich will für 50 000 Thaler verkaufen. Jemand, der sich seines Besitzes entäußern will, kann nicht auf den Moment warten, wo die Ordres aufgespeichert werden.

Vorsitzender: Dasselbe gilt auch für den Kassakurs?

Sachv. **Lehmann:** Ganz eben so.

Vorsitzender: Worin besteht aber der besondere Vortheil des Ultimogeschäfts?

Sachv. **Lehmann:** Weil man größere Objekte handelt und bei größeren Schwankungen augenblicklich seine Dispositionen treffen kann.

Freiherr **von Huene:** Diese Frage beschäftigt uns nachher beim Selbsteintritt des Maklers. Auf diese Weise ist also dem außerhalb Stehenden dauernd größere Sicherheit gegeben, daß das Geschäft abgeschlossen ist?

Sachv. **Lehmann:** Die Sicherheit, daß zu einem bestimmten Kurse gehandelt ist, ja wohl, aber es würde auch viele Nachtheile haben.

Freiherr **von Huene:** Glauben Sie nicht, daß die durch die Vortheile auf der anderen Seite aufgewogen werden?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es kommt hier vor allem auch die Schnelligkeit der Ausführung in Betracht, weil das Zeitgeschäft in der Hauptsache auf dem internationalen Markt gemacht wird. In London wird ja bekanntlich fast nur auf Zeit gehandelt, in Paris hauptsächlich auf Zeit. Es ist daher außerordentlich wichtig, daß ein Kommittent z. B. in London von der Ausführung sofort Nachricht erhalten kann und nicht erst bis zum Schluß der Börse warten muß, wo es dann öfters für ihn zu spät sein würde.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Meines Wissens haben Sie die erste Frage des Freiherrn von Huene nicht beantwortet, ob also, wenn Aufträge, die eingegangen sind vor Feststellung des ersten Kurses, die „bestens" lauten, das eine andere Bedeutung haben soll, als die „zum ersten Kurs" ob das heißen kann, daß der Kommissionär doch noch sorgfältig prüfen muß, es ist möglich, es kommt ein besserer Kurs, oder ob er nicht schlechthin verpflichtet ist, auch beim Auftrag „bestens", der eingegangen ist, bevor der erste Kurs festgestellt ist, zu diesem das Geschäft zu machen.

Sachv. **Lehmann:** Ja, da hat sich eine bestimmte Praxis zwischen den Bankhäusern und ihren Kunden herausgebildet, ebenso wie zwischen Bankier und Makler. Wenn ein Bankier Bestensordre bekommt, und nicht ausdrücklich gesagt ist, bestens zum erstens Kurs, er das Recht hat, zu kaufen in dem Moment, wo er die Depesche bekommt, oder wo er's dem Kunden gegenüber verantworten kann, daß er sein Ermessen zu Grunde legt und wartet, bis er den richtigen Moment für gekommen hält.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich hatte angenommen, „bestens" ist nur der Gegensatz zum Limitum, ich limitire Dich nicht, aber nicht, Du sollst erst kaufen, wenn es Dir gut scheint.

Sachv. **Lehmann:** Das ist richtig.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist eigentlich eine nur negative Ausdrucksweise: Du brauchst nicht zu sehen, zu welchem Kurs bekommst Du es am besten, sondern es heißt „ohne Limitum".

Sachv. **Lehmann:** Ja wohl, aber nicht „zum ersten Kurse bestens".

Geheimer Kommerzienrath **Diffené:** Das würde ein Widerspruch sein: „zum ersten Kurse bestens".

Sachv. **Lehmann:** Das ist wahr, der Betreffende telegraphirt aber schreibt nur: „kaufe zum ersten Kurs".

Freiherr **von Huene:** Der Herr Sachverständige sagte, es ist in dem Moment, wo die Depesche da ist, der Anfangskurs da, und die Konsequenz ist, daß zum Anfangskurs das Geschäft gemacht werden muß. Wenn die Depesche früher eingetroffen war, ist nun auch in diesem Fall die Konsequenz die, daß zum Anfangskurs gekauft werden muß?

Sachv. **Lehmann:** Nein.

Sachv. **Weidert:** Ich habe auch einige Erfahrungen in der Sache. Wenn wir eine Depesche nach Berlin an die Börse schicken und sagen, kauft bestens, so nehmen wir an, daß zum ersten Kurs gekauft wird, sofern der Auftrag bei Beginn der Börse eintrifft. Da darf unser hiesiger Korrespondent nicht zögern.

Sachv. **Lehmann:** Es giebt Fälle, wo der Bankier das volle Vertrauen des Kommittenten genießt, wo er ihm sagen kann, ich habe den Moment nicht für geeignet gehalten, ich habe gewartet. Es liegt leider die Möglichkeit vor, daß der wirklich reelle gute Kommissionär mal einen Auftrag schlecht ausführt, aber daß solche Fälle häufig vorkommen, ist mir aus meiner Praxis wenigstens nicht bekannt. Bei Kassaordres fällt vielleicht mal eine Ordre aus, weil an dem Tage eine übermäßige Nachfrage ist und der Bankier es nicht für angemessen hält, dann zu kaufen, weil voraussichtlich bei dem gesteigerten Kurs sehr viel Material herankommen wird. Das ist alles eine konfidentielle Sache.

Freiherr **von Huene:** Wir müssen unterscheiden zwischen Kommissionär und Makler. Der Kommissionär giebt dem Makler Aufträge, es kommt vor, daß ein Bankhaus als Kommissionär handelt und die Ordre bekommen hat „bestens". Das braucht dem Makler nicht gesagt zu werden, wenn das Bankhaus „bestens" übersetzt mit „zum Anfangskurse". Wenn er aber vom Bankhaus den Auftrag bekommt, „bestens" und er sagte, nein, die Sache ist ungünstig, ich führe es lieber nicht aus, würden Sie ihn dazu für berechtigt halten?

Sachv. **Lehmann:** Nein, sobald ich Ordre habe, muß sie ausgeführt werden. Ich habe keine Verpflichtung, nur den Kopf zu zerbrechen, ob es günstig ist oder nicht.

Freiherr **von Huene:** Ich glaube, die Sache ist klargestellt. Es ist lediglich Sache des Kommissionärs und Kommittenten, wie sie sich verständigt haben über den Ausdruck „bestens". Es hat eine Verständigung stattgefunden, daß es heißen soll „zum ersten Kurs".

Sachv. **Lehmann:** Gewiß.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Nachher kommt der Schlußkurs und dazwischen alle einzelnen Kurse und die werden alle notirt. Nun ist gesagt worden von einzelnen Herren, es sollten mehrere Kurven, um mich so auszudrücken, entsprechend mehreren Zeitabschnitten für diese einzelnen Kurse gemacht werden, also die Zahlen zwar

hintereinander weg notirt, aber eingetheilt in Zeitabschnitte, etwa 150, 150 $^1/_2$, 151 von $^1/_2$ 1—1 Uhr u. s. w. Das geschieht nicht?

Sachv. **Lehmann:** Nein!

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist gesagt worden, daraus könnten Inkonvenienzen entstehen.

Sachv. **Lehmann:** Das könnte ich nicht einsehen. Es würde dem Auftraggeber möglich sein, sich zu berechnen, um die Zeit muß Deine Depesche dagewesen sein, also muß zu einem dieser Kurse Dein Auftrag ausgeführt sein, zu einem der vielen Kurse zwischen 12—2 Uhr.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Also Sie würden darin keine Inkonvenienzen sehen?

Vorsitzender: Dann würden wir hiermit fertig sein. Der Herr Sachverständige hat also gegen das jetzige Verfahren nichts zu erinnern?

Sachv. **Lehmann:** Nein, ich sehe darin, wie gesagt, keinen Nachtheil; das einzige wäre, daß der vereidete Makler nur die Kurse notiren soll, zu denen er selbst gehandelt hat. Ich weiß aber nicht, ob das eine Gefahr wäre.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, wenn der vereidete Makler also ausschließlich die Kurse notirte, zu denen er selbst gehandelt hat, respektive die Gruppe, er also die Notiz von Kursen verweigern kann, die von sogenannten unvereideten Maklern gemacht werden, kann daraus nicht ein großer Mißbrauch entstehen insofern als ein Kommissionär, der einen Auftrag bekommt, der nicht an den Kurs gebunden ist, grundsätzlich nur durch unvereidete Makler handelt in der Hoffnung, daß der vereidete Makler davon gar keine Notiz nimmt und das also aus der offiziellen Feststellung verschwindet. Er würde dann immer einfach nur auf die Kurse der vereideten Makler hinweisen und somit würde, was thatsächlich draußen passirt wäre, dem Kommittenten nicht zu Gute kommen. Ich konstruire den Fall theoretisch, es könnte im freien Markt ein Papier zu 20 Pfennig mehr verkauft werden, aber dem vereideten Makler wird es zu 20 Pfennig billiger angegeben, dieser Kurs wird notirt, obwohl er doch thatsächlich höher war. Das könnte sehr große Bedenken haben.

Sachv. **Lehmann:** Ich bin der Ansicht, daß das jetzt auch geschieht. Jedes Geschäft und jeder Kurs findet nicht seinen Ausdruck im Kurszettel, das ist eine Unmöglichkeit, und der betreffende Auftraggeber würde unter allen Umständen geschädigt. Aber das wird sich nach meiner Meinung ausgleichen, es wird mal unglücklich ausfallen, aber die Auftraggeber, die sich an die amtliche Notiz gebunden erklären, werden immer eine Gewähr haben, daß wirklich zu diesem Kurs abgeschlossen ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Jetzt ist die Sache so: Von zwei Leuten, die ein Geschäft gemacht haben, hat die eine Partei ein starkes Interesse, die Notiz vielleicht vermieden zu sehen, aber die andere Partei, die zu einem höhern Kurs gekauft hat, es ist vielleicht auch ein Kommissionär, hat ein Interesse daran, diese Notiz hereinzubringen.

Soll man das diesem Widerspruch der Interessen überlassen und sagen, um die Notiz herbeizuführen, muß ich mich an den vereideten Makler wenden?

Ich gebe zu, daß dieser Zustand vielleicht für die vereideten Makler erwünschter sein würde. Aber es fragt sich, ob er für eine richtige Notiz erwünschter sein würde.

Sachv. **Lehmann:** Ich möchte für mich in Anspruch nehmen, daß ich von dem Privatvortheile vallständig Abstand nehme, der ja unleugbar damit verbunden sein wird für die vereideten Makler. Aber es ist dach auch unleugbare Thatsache, daß heute auch die Fälle vorkommen, daß zum Kurs mit 89 z. B. gekauft worden ist und in dem Augenblick der unreelle Bankier, van dem kann ich wenigstens in dem Fall nur reden, gegen den würde sich das auch nur richten, was ich dadurch erreichen will, daß ich sage, es wird nur das amtlich natirt, was der vereidete Makler gehandelt hat, kommt und zu dem Makler sagt, es wird in dem Augenblick draußen $^1/_8$ vielleicht höher oder niedriger gehandelt, hörst Du's nicht, man schreit es doch aus? Also ich bringe in dem Fall eine Notiz, die den Kommittenten lediglich zum Vartheil des unreellen Bankiers schädigt; während der vereidete Makler gar kein Interesse daran hat. Ich sehe nicht ein, aus welchen Gründen ich solche Notizen in die Erscheinung treten lassen soll. Diejenigen, die wirklich blas Differenzgeschäfte machen, vielleicht zum Zweck des Spieles, und die Bankiers, die mit ihren Kunden so stehen, daß die Kundschaft weiß, sie wird reell bedient, müssen unterschieden werden. In letzterem Fall wissen die Kunden, auch wenn die Kurse wirklich mal nicht amtlich natirt werden, sondern in einem anderen Kurszettel, im Hertel'schen ader in der Zeitung, notirt sind, daß sie Gewähr haben. Das Wesen der Notiz sehe ich darin, daß nur wirklich abgeschlassene Geschäfte notirt werden, das ist der Gedanke, der mich dabei leitet, ganz abgesehen von Vortheilen ader Nachtheilen für die Makler. In dem Augenblick, wa ich handle, habe ich gar kein Interesse daran, ich weiß nicht, ob ich für alle Zeit Ultimopapiere handeln werde. Ich ging nur von dem allgemeinen Interesse aus.

Vorsitzender: Wegen des Inhalts der Kurszettel haben Sie einen Vorschlag nicht zu machen? Es ist gefragt warden, ob nicht eine einheitliche Methode der Kursnatirung für alle deutschen Börsen sich empfiehlt.

Sachv. **Lehmann:** Da muß ich mich des Urtheils enthalten. Ich weiß nicht, ab nicht dadurch eine ganz berechtigte Art von Geschäften ganz unterbunden werden würde.

Vorsitzender: Von süddeutschen Plätzen ist darauf hingewiesen warden, daß dann das Geschäft sich noch mehr in Berlin zentralisiren würde.

Sachv. **Lehmann:** Ja gewiß, das meine ich auch.

Geheimer Kammerzienrath **Diffené:** Ich darf bemerken, daß gerade das süddeutsche Publikum ein sehr graßes Interesse an einer einheitlichen Natirung hat.

Vorsitzender: Es sind noch verschiedene Fragen über das Maklerwesen zu stellen. Ich fürchte, die heutige Zeit wird nicht hinreichen. Ich möchte dann an Herrn Maier die Frage richten: Haben Sie bezüglich der Abrechnungsstellen u. s. w. Mißstande wahrgenommen?

Sachv. **Maier:** Nein, speziell in Frankfurt nicht. Zu Punkt 8 und 9 habe ich nichts zu bemerken.

Vorsitzender: Dann können wir zu 10 und 11 übergehen.

Sachv. **Weidert:** Ich habe mich von Anfang an nicht an dieser Debatte betheiligt, aber nachgerade sehe ich ein, daß es van Interesse sein dürfte, auch einen anderen Standpunkt zu hören. Zuvörderst mache ich aufmerksam, bei uns in München wird es ungefähr so gehalten, wie der Herr Sachverständige wünschte, daß es gehalten werden solle. Ich finde, daß es hier besser ist.

(Heiterkeit.)

Ich glaube, es war von Herrn Geheimrath Gamp die Frage angeregt, ob es sich nicht empfehle, bestimmte Papiere nicht täglich zu handeln, sondern vielleicht nur einmal oder zweimal die Woche. Das war ungefähr der Ideengang. Ja, meine Herren, ist denn das nicht schon bereits so und werden beispielsweise nicht bereits „Draisen" nur an einem oder 2 Tage der Woche in Berlin gehandelt?

Ich halte es für eine Reihe von Papieren für viel besser, wenn sie nicht täglich ihren Markt hätten, insbesondere gewisse Industriepapiere. Ich bemerkte bereits, bei uns findet ungefähr für die Kursfeststellung das Verfahren statt, wie es als wünschenswerth erachtet wurde, Meines Erachtens ergeben sich dabei bedeutende Mängel, gleichviel ob ein Staatskommissar oder welch anderer Kommissar zugegen ist.

Wir kommen später auf den Punkt, ob es sich überhaupt empfiehlt, zweierlei Vermittler an der Börse zu haben. Die vereidigten Sensalen sind diejenigen, welche die Notiz zu machen haben unter Vorsitz des Börsenkommissars, nicht jeder Mensch ist ein Engel, und nicht jeder Makler, auch nicht, wenn er vereidigt ist, wird darauf Anspruch machen. Denken wir uns den Fall, es wird dem vereidigten Makler ein Auftrag gegeben, zum Zwecke, ihn unausgeführt zu lassen. Er bekommt für irgend ein Papier, das nicht täglich gehandelt wird, „Brief" oder bei der Kursnotirung ist Niemand anwesend, der für dasselbe bietet, im freien Verkehr würde es Geld sein, und zwar ein ziemlich hohes. Nun kommt eine Notiz, die, wenn sie bereits für den freien Verkehr Platz hätte, eine ganz andere gewesen sein würde. Ich weiß nicht, ob der Herr Sachverständige an den Fall gedacht hat, daß auf diese Weise der Bankier, mit Hilfe des Maklers, eine ganz falsche Notiz machen kann, und da ist mir's doch viel lieber, wenn in der Oeffentlichkeit Leute da sind, welche auf den Kurs einzuwirken vermögen.

Es wird alsdann der Auftrag nicht ausgeführt in der Weise, wie der Herr Sachverständige ausführte, wohl aber geschieht es zu höherem Kurs, wie Sie selbst gesagt haben, es ist nur eine andere Person, die da kauft. Ist das richtig?

Sachv. **Lehmann:** Nur bedingt.

Sachv. **Weidert:** Also der Herr Sachverständige erklärt, daß der Makler einen Kaufauftrag zu 100 für ein bestimmtes Papier erhält. Er hat den Auftrag zu kaufen, und indem er kauft, hört einer der draußen herumstehenden Herren vom Angebot und entschließt sich, 100,10 zu bieten. Dann wird der Auftrag ausgeführt, aber nicht dem ursprünglichen Auftraggeber zum Kauf, sondern ein anderer tritt an die Stelle und kauft zu einem höheren Kurs. Daran kann eigentlich dem Verkäufer nichts gelegen sein, im Gegentheil, er hat das Vergnügen, 10 Pf. mehr zu erhalten, und der Zweck der Börse wird meiner Meinung nach viel besser erreicht.

Sachv. **Lehmann:** Ja, für den Verkäufer ist das ganz richtig.

Sachv. **Weidert:** Ich spreche fürs Geschäft, nicht von Verkäufer und Käufer. Es wird nach meinem Dafürhalten das, was an der Börse geschieht, besser zum Ausdruck gelangen und der Zweck der Börse, ich will nicht gern die Worte „legitim oder nicht legitim" hier anwenden, viel besser erreicht, den ich darin sehe, daß die Kaufleute sich an einem Ort versammeln und in verhältnißmäßig kurzer Zeit ihre Geschäfte erledigen. Die Frage, die der Herr Präsident anregte, ob es nicht zweck-

mäßig wäre, die Beträge noch mit zum Ausdruck zu bringen, hat eine weit größere Tragweite nach meiner Ansicht, als der Herr Sachverständige zugegeben hat. Wir haben ja an den verschiedenen Börsen verschiedene Einrichtungen und machen's heute so und morgen anders. Ist denn das der Ausdruck des Geschäfts, daß Jemand in der Lage ist, zur Kursnotiz mit einem Kaufsangebot für eine einzige Aktie, an welcher er Interesse hat, den Kurs für das Papier zu halten? Er tritt vielleicht mit dem Sensal in Verbindung und sagt: Du willst mir das Papier zu 40 geben, ich gebe 42, mehr also als verlangt wird, aber unter der Bedingung, daß meinerseits nur ein einziges Stück genommen wird, und die Notiz ins Kursblatt kommt. Da meine ich doch, es hätte Werth, wenn die Beträge notirt werden; weil alsdann ersichtlich wird, ob in der That das gemachte Geschäft auch von Belang war. Was nun die Frage anlangt, ob einheitlich notirt werden soll an den verschiedenen deutschen Börsen, so halte ich dafür, daß eine einheitliche Notirung sich für ganz Deutschland empfiehlt. Frankfurt wird darüber wohl anders denken.

(Widerspruch des Herrn **Goldschmidt**.)

So habe ich von Frankfurter Seite gehört. Ich glaube, gerade die Gepflogenheit, wie sie in Berlin seit einer Reihe von Jahren Platz gegriffen hat, hat dem Berliner Platz auch für Süddeutschland die Möglichkeit gegeben, gegenüber Frankfurt, welches früher den süddeutschen Markt ausschließlich beherrschte, aufzukommen. Ich halte es auch für einen Vortheil, wenn an allen Börsen, ob kleinen oder großen, eine Einheitlichkeit geschaffen würde, weil alsdann für den, der nicht börsenkundig ist, eine bessere Uebersichtlichkeit geschaffen wird.

Wenn der Herr Sachverständige endlich erklärt, so habe ich's nur wenigstens notirt, daß durch nicht vereidete Sensalen Aufträge ausgeführt werden, die im Kurszettel ihren Ausdruck nicht finden, so erachte ich das für einen ganz entschiedenen Fehler. Da kommen wir auf die Frage, ob es sich überhaupt empfiehlt, zweierlei Makler an der Börse zuzulassen. Darüber bestehen verschiedene Meinungen. Wir haben gehört, die nicht vereideten Makler können unter Umständen nicht entbehrt werden. So behauptet man wenigstens. Auf der anderen Seite bin ich der Meinung, daß es ein großer Kredsschaden ist, daß nicht vereidete Makler thätig sind. Ich betrachte das als ganz entschiedenen Mißstand.

Vorsitzender: Darauf kommen wir nach später.

Sachv. **Weidert:** Wenn nun der Herr Sachverständige weiter erklärt hat, daß ein Auftrag, der „bestens“ lautet und dem Makler bei Beginn der Börse übergeben wurde, von diesem bei Beginn nicht ausgeführt werden muß, trotzdem die Möglichkeit besteht, vielmehr für später in der Hoffnung, billiger anzukommen, offen behalten werden kann, so muß ich hierdurch das Kommissionsgeschäft als ganz bedeutend gefährdet erachten. Der Bankier, der einen Auftrag ertheilt, ist dem verantwortlich, der ihn als Vermittler genommen hat, und er kann in eine recht schwierige Lage alsdann kommen, der Makler kann sich täuschen, und diese Täuschung fällt nicht auf den Makler, vielmehr auf den Bankier.

Vorsitzender: Das ist wohl ein Mißverständniß.

Sachv. **Lehmann:** Jawohl. Ich habe mich vorhin so ausgesprochen, daß für uns jeder Zeit die Verpflichtung vorliege, den Kurs „bestens“ zur Ausführung zu bringen, auf Ordre hin.

Sachv. **von Pflaum:** Ich will sehr kurz sein. Ich habe nur zu bemerken, daß bei uns ein Mangel darin gefunden wird, daß die amtlichen Notizen mit dem freien Verkehr nicht übereinstimmen und dadurch der Kommissionär häufig in die peinlichste Lage versetzt wird. Es ist nicht möglich, daß die Depeschen in dem Moment, wo der amtliche Kurs festgesetzt wird, in Berlin einlaufen, und dann wird die Ordre im freien Verkehr ausgeführt, und das manchmal zur Unzufriedenheit des Klienten.

Vorsitzender: Wie wird Ihnen nachgewiesen, daß die Privatnotiz nicht richtig ist?

Sachv. **von Pflaum:** Durch Einsendung der Depeschen wird nachgewiesen, daß sie nicht zur Zeit der amtlichen Notiz eingetroffen sind, und hierdurch ist die Ausführung im freien Verkehr berechtigt.

Freiherr **von Huene:** Spricht der Herr Sachverständige von Kassageschäften? Das kann doch nur bei Kassageschäften sein, wenn nach Feststellung des Kurses an der Nachbörse etwas ausgeführt wird. Dagegen ist freilich keine Hülfe.

Sachv. **von Pflaum:** Auch bei Zeitgeschäften herrscht dieser Mißstand. Wenn hier eine Besserung eintreten könnte, so wäre das für die Sicherheit des Kommissionsgeschäftes sehr erwünscht.

Vorsitzender: Soll von dem vereideten Makler, der die Kurse ermittelt, auch der freie Verkehr berücksichtigt werden?

Sachv. **von Pflaum:** Dieser Punkt wird beim Maklerwesen noch zur Erörterung kommen. Ich wollte das nur kurz streifen.

Vorsitzender: Gegen die bestehenden Zustände an sich haben Sie nichts zu erinnern?

Sachv. **von Pflaum:** Nichts besonderes. Die Kursnotirung muß meines Erachtens durch Makler stattfinden, die in Eid und Pflicht genommen sind. Das ist nach meiner Ansicht gut.

Dagegen wäre es wünschenwerth, wenn die Eigenthümlichkeit der einzelnen Börsen hinsichtlich der Notirung bestehen bleibt. Man ist daran gewöhnt, der Verkehr begiebt sich nicht so leicht in neue Formen. Beispielsweise besteht in Frankfurt und überhaupt an den süddeutschen Börsen hinsichtlich der Aktien eine andere Notirung, sie werden einfach nach Stück berechnet. Ich sehe keinen Nachtheil darin, daß diese Börse diese, jene eine andere Einrichtung hat.

Geheimer Kommerzienrath **Diffené:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht glaubt, daß dem Publikum die Kontrole erschwert wird, wenn die verschiedenen Hauptbörsen, Berlin einerseits, Frankfurt andererseits und namentlich auch Hamburg verschiedene Einrichtungen haben. Kann da nicht das Publikum durch unredliche Bankiers — es giebt auch solche — geschädigt werden, in der Weise, daß der Bankier zu dem Kurs kauft, der ihm am günstigsten ist, und den Kurs berechnet, der dem Publikum nachtheilig ist, aber für ihn vortheilhaft?

Sachv. **von Pflaum:** Ich kann darauf erwidern, daß es allgemein üblich ist, daß an der Börse, in Frankfurt speziell, das noch Brief- und Geldnotiz hat, die korrekte Ausführung zum Mittelkurs zu machen und jeder nicht in der Weise ausgeführte Auftrag eigentlich bemängelt werden kann.

Vorsitzender: Die Frage der Verzinsung speziell ist sehr verschieden behandelt, auch die Umrechnung der Valuten.

Sachv. **von Pflaum:** Ich meinte speziell die Eigenthümlichkeit der Kursnatirung.

Vorsitzender: Sie wollen diese Eigenthümlichkeiten erhalten sehen. Beruhen diese nicht mehr auf historischen Ursachen?

Sachv. **von Pflaum:** Auf Gewohnheiten.

Vorsitzender: Sie glauben, das Publikum wird sich schwer an eine Aenderung gewöhnen?

Sachv. **von Pflaum:** Das Privatpublikum sehr schwer.

Vorsitzender: Nun betonte aber Herr Geheimrath Diffené die Erschwerung der Kontrole.

Sachv. **von Pflaum:** Bei uns ist die Ausführung zum Mittelkurs Usus, und es findet hierdurch eine ganz exakte Kontrole statt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen auf einen praktischen Fall aufmerksam machen, z. B. eine Börse handelt franko Zinsen, die andere mit 4 Prozent. Ebenso finden bei der Umrechnung Differenzen statt. An einer Börse gilt der Dollar z. B. 4,25, an einer anderen 4,35 Mark, oder der Rubel an einer Börse 3,25, an einer anderen 3,50 Mark, ebenso bei österreichischen und holländischen Gulden. Dadurch wird das Publikum irritirt, und es kann auch nicht in jedem einzelnen Falle nachrechnen, wo der Kurs am günstigsten steht.

Sachv. **Weidert:** Ich möchte den Herrn Kollegen bitten, mir zu sagen, ob es nicht denkbar erscheint, daß bei der Notiz „Brief und Geld", auch wenn der Mittelkurs entscheidet, unter Umständen ein nicht solider Bankier das eine Mal den Briefkurs, das andere Mal aber den Geldkurs benutzt, je nachdem es ihm günstiger ist?

Sachv. **von Pflaum:** Die Börsenusanzen — d. h. der Modus wie die einzelnen Effektenkategarien gehandelt werden, ist demjenigen, welcher Geschäfte in Werthpapieren macht, nicht unbekannt, bei kommissionsweiser Ausführung an der Frankfurter Börse wird zum Mittelkurs zwischen Brief- und Geldkurs gehandelt, und dadurch ist für Frankfurt eine ebenso exakte Notirung möglich wie für Berlin. Bei den von Herrn Geheimrath Gamp erwähnten Verschiedenheiten bitte ich doch zu berücksichtigen, daß sich ein gewisses Publikum an den Verkehr der speziellen Börse gewöhnt hat, und wenn man da neue Normen einführt, wird sich das Publikum schwer daran gewöhnen. Unser süddeutsches Publikum kennt hauptsächlich die Notirung in Frankfurt. Ich bin also lediglich aus konservativen Gründen für die Beibehaltung der Verschiedenheiten.

Vorsitzender: Dann bitte ich die anderen Herren sich zu äußern.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich habe nichts zu bemerken. Die Königsberger Verhältnisse bieten nichts Besonderes.

Sachv. **Goldschmidt:** Wir müssen zweierlei, die Kursnotirung und die Modalitäten der Kursbestimmung auseinander halten. Ich habe kein Bedenken in letzterer Beziehung, daß die Frankfurter Einrichtungen der Notirung für ganz Deutschland gleich gestellt würden. Nur würde ich das als Maßstab dafür erachten müssen,

erstens daß für die vorhandene Cotirung zur Wahrung von Gepflogenheiten es bei dem Bestehenden bleibt, und zweitens, daß eine einheitliche Cotirung so zu verstehen ist, daß der Platz, an dem ein Effekt zuerst emittirt wird, maßgebend sein soll für die übrigen.

Was die Notirung betrifft, so habe ich niemals gefunden, daß man mit der Art und Weise, wie sie in Frankfurt vor sich geht, nicht vollkommen zufrieden ist. Die Makler ziehen sich um $\frac{1}{4}$1 Uhr zurück, und dann wird nochmals, wenn sie herauskommen um 2 oder $2\frac{1}{2}$ Uhr eine Nachtragsnotirung vorgenommen. Den Vorsitz hat der Präsident des Maklersyndikats und das fungirt alles gut.

Vorsitzender: Das Publikum ist nicht zugegen?

Sachv. **Goldschmidt:** Nein, aber ich kann nur wiederholen, es hat sich das seit Jahrzehnten bewährt.

Sachv. **Maier:** Ich kenne die Notirungsverhältnisse an der Berliner Börse nicht genau, aber damit vertraute Personen haben mir gesagt, daß die Frankfurter Einrichtungen den Vorzug verdienen. Sie fungiren im allgemeinen ganz vortrefflich und vielleicht ist nur eine Bemerkung zu machen, die aber wohl auch nachher bei der Frage der Organisation der Börse zur Sprache kommen wird, daß möglicher Weise die Aufsicht und Organisation der Wechselmakler beziehungsweise der vereidigten Makler etwas schärfer sein könnte.

Dann möchte ich noch sagen, daß das Beispiel des Herrn Kommerzienraths Weidert mit der Devisennotirung nicht glücklich gewählt war. Ich ließe mich gern eines Besseren belehren, aber nach meinen Erfahrungen halte ich die zweitägige Devisennotirung lediglich für einen alten Zopf, der dem sonst so jugendfrischen Berlin anhaftet und der noch immer nicht abgeschnitten werden konnte, weil sehr starke Interessen für seine Beibehaltung thätig sind.

Allerdings bin ich der Meinung, daß, wie wir in Deutschland nach jeder Richtung hin ein einheitliches Verkehrsgebiet haben, im Bank-, im Münzwesen und auf vielen anderen Gebieten, wir auch einheitliche Notirung haben sollten. Ich würde selbst in dem Fall dafür sprechen, wenn dies etwa für Frankfurt ungünstig wäre, denn wir sind hier als Sachverständige, nicht um Interessen zu vertreten, sondern im Sinne des Gemeinwohls unsere Meinung zu äußern, unbeschadet der persönlichen oder lokalen Interessen. Das ist meine Auffassung. Ich weiß nicht, ob ich mich darin irre. Also Einheitlichkeit in der Notirung würde ich befürworten, und dann eine einheitliche und möglichst einfache Zinsberechnung, am liebsten in der Art der französischen und englischen Börsen, durch Ausdruck der Zinsen im Tageskurse. Ich spreche hier nicht aus Partikularismus, wenn ich meine, daß die Bewegung im Sinne einer Einheitsnotirung nicht überstürzt, sondern bis zu einem gewissen Grade der freien Entwicklung überlassen werden sollte. — Wenn man aber dazu gelangt, in manchen Punkten zu reglementiren, so möge man sich davor hüten, etwa die Berliner Usancen überall als maßgebende oetroyiren zu wollen. Man vergesse nicht, daß Berlin eine der jüngsten Börsen in Deutschland ist, daß andere Börsen vielfach ältere und erprobtere Einrichtungen haben und man sollte einen Ausbau im nationalen Gebiete in diesem Sinne nicht auf das Nächste, sondern nur auf das Beste und Bewährteste begründen.

Freiherr **von Huene:** Ich möchte bemerken, daß die geheime Notirung in Frankfurt für Berlin kaum

durchführbar sein dürfte. In Frankfurt wird aus den vorausgemachten Geschäften der Mittelkurs gezogen, der auf Grund von Notizen gebildet ist.

Sachv. **Maier:** Vorhin ist vielfach von dem Herauf- und Herunterschreien gesprochen worden. Das ist wohl etwas zu ernst aufgefaßt worden. Es hat nach meinen Frankfurter Erfahrungen nur einen sehr geringen Werth, weil es sich meist um unbedeutende Geschäfte dabei handelt. Sobald wirklich große Umsätze in Frage kommen, hört die Wirkung dieses Manövers von selbst auf.

Schluß $5^1/_4$ Uhr.

Vierundzwanzigster Verhandlungstag.

(Siebenundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Donnerstag, den 30. Juni 1892.

Vorsitzender: Meine Herren, ich eröffne die Sitzung. Wir waren mit dem Verfahren bei der Kursfeststellung und den beiden sich anschließenden Fragen gestern zu Ende gekommen. Es handelt sich nun um das Maklerwesen. Wir würden damit zu Nummer 13 gelangen: inwieweit das Maklerwesen einer Reform bedarf, insbesondere ob darauf zu halten ist, daß die Makler von der Betheiligung an den von ihnen vermittelten Geschäften ferngehalten werden.

Sachv. **Weidert:** Es ist meiner Ansicht nach unbedingt nothwendig, daß der Makler an dem Geschäft, bei welchem er als Vermittler dient, ohne jede Betheiligung bleibt. Die Folge hiervon aber wäre, daß ausschließlich beeidigte Makler an der Börse thätig sein dürfen, weil diese sonst gegenüber nicht beeidigten Maklern, die für eigene Rechnung Geschäfte machen können, im Nachtheil sein würden. – Ich weiß recht wohl, daß an größeren Börsenplätzen, wie Wien, Berlin &c., das Bedürfniß der Zulassung sogenannter wilder Sensalen – in München nennt man sie Börsenagenten – behauptet wird, vermag aber nach den von mir gemachten Beobachtungen ein solches nicht anzuerkennen. Dagegen bin ich der Meinung, daß die Makler Geschäfte für eigene Rechnung absolut nicht machen sollten. Es ist bei uns die Frage schon vor den Gerichten behandelt worden, und es hat, allerdings nicht ein oberstes Gericht, sondern lediglich das Untergericht, entschieden, der Makler sei dazu berechtigt. Es ist mir dies auffällig, aber derartige Urtheile liegen vor. In Artikel 69 Z. 6 des Handelsgesetzbuchs ist weiters bestimmt, daß der Makler mit Abwesenden nicht in Verbindung treten soll; auch diese Bestimmung wird nicht beobachtet. Ich glaube nicht, daß der dermalige Zustand im Interesse des Geschäfts gelegen ist. Man ist auch der Meinung, daß das Publikum mit dem Makler nicht in Verbindung treten könne, beziehungsweise daß das Publikum an der Börse nur durch den Bankier, der kommissionsweise das Geschäft betreibt, sich betheiligen könne. Solche Annahme muß als irrthümlich bezeichnet werden. Der thatsächliche Zustand ist bei uns derart, daß im Börsengebäude ein Café sich befindet, es wird wohl mehr oder weniger überall der Fall sein, dort versammelt sich alltäglich ein großes Publikum, der Makler bewegt sich in den Räumen des Cafés, sammelt daselbst Aufträge und führt sie an der Börse aus. Hieraus geht aber hervor, daß die Meinung, als ob das Publikum zur Ausführung von Geschäften an der Börse sich eines Bankiers bedienen müsse, auf Irrthum beruht. — Ich bin also im großen Ganzen der Meinung, daß hier bessernde Hand angelegt werden sollte.

Vorsitzender: Sie empfehlen eine Aenderung? Nach dem Handelsgesetzbuch und namentlich nach dem bayerischen Recht hat der angestellte Makler kein ausschließliches Recht zur Ver-

mittelung von Handelsgeschäften, sondern außerhalb des Kreises der vereidigten Makler besteht für andere Vermittler ebenfalls die Berechtigung, Geschäfte zu vermitteln, und die Bestimmung, wonach die Makler Aufträge von Abwesenden nicht annehmen dürfen, sind für Waarengeschäfte durch die Königliche Verordnung vom 18. Juni 1887 außer Wirksamkeit gesetzt. Es deutet dies darauf hin, daß man in Bayern in entgegengesetzter Richtung Erfahrungen gemacht hat.

Sachv. **Weidert:** Ich weiß, daß der Makler nicht nur bei Waaren, sondern auch bei Effekten von Abwesenden, sogar von auswärts, Aufträge entgegennimmt.

Vorsitzender: Auch die vereideten Sensale?

Sachv. **Weidert:** Auch die vereideten Sensale.

Vorsitzender: Das halten Sie nicht für zweckmäßig, um die Makler mehr auf die Vermittelungsthätigkeit zu beschränken?

Sachv. **Weidert:** Ich will die Makler auf die Vermittelungsthätigkeit beschränken und ihnen die Möglichkeit geben, die Geschäfte ausschließlich auszuführen. Ich glaube, daß das Geschäft an Solidität gewinnen würde, wenn nur vereidete Makler an der Börse thätig wären. Sie sind es, welche nach Schluß der Börse die Kurse festzustellen haben, wie dies ja schon gestern besprochen wurde.

Vorsitzender: Man muß zwischen der Vermittelungsthätigkeit und der Kursfeststellung unterscheiden. Wie wollen Sie erreichen, daß nur vereidete Makler die Vermittelungsthätigkeit an der Börse üben sollen?

Sachv. **Weidert:** Ich denke mir, daß eine genügende Anzahl Makler angestellt werden muß, und sehe nicht die Nothwendigkeit, daß außer ihnen noch andere thätig werden müssen.

Vorsitzender: Es wird aber nichtsdestoweniger vermuthlich das Verbot umgangen werden, denn das Publikum ist nicht zu zwingen, sich nur an die vereideten Makler zu wenden, wenn andere Leute sich ebenfalls trotz des Verbotes damit befassen, Geschäfte zu vermitteln.

Sachv. **Weidert:** An der Börse können sie es nicht, ich wüßte nicht, wie sie es machen sollten, die Börse läßt die vereideten Makler zu, die anderen nicht.

Vorsitzender: Es können sich eine Menge Leute an der Börse bewegen, die als Kaufleute oder sonst zugelassen sind; und wenn das Publikum an solche Leute sich wendet, wie wollen Sie das hindern?

Sachv. **Weidert:** Das ist nicht zu hindern, das muß ich zugeben. Uebrigens liegt es bei uns in der Hand des Börsenvorstandes, Jemand zuzulassen oder nicht.

Vorsitzender: Man kann es nicht vorher wissen, ob der Zuzulassende sich mit Maklergeschäften befassen will. Hier hat sich neben den vereideten Maklern ein sehr großer Kreis von Privatmaklern gebildet, die vorzugsweise Geschäfte in bestimmten Papieren vermitteln. Das glauben Sie dadurch verhindern zu können, daß man die Zahl der angestellten Makler vermehrt und bei der Kursnotirung nur solche Geschäfte berücksichtigt, die durch die vereideten Makler abgeschlossen sind?

Sachv. **Weidert:** Ja.

Vorsitzender: Bei der Kursfeststellung wollen Sie sämmtliche Makler zuziehen?

Sachv. **Weidert:** Das geschieht bei uns bereits; ob es an größeren Plätzen, wie Berlin, möglich ist, vermag ich nicht zu beurtheilen. Es müßte da vielleicht eine Theilung vorgenommen werden.

Vorsitzender: Das ausschließliche Recht der Makler zur Vermittelung von Geschäften, das früher bei Ihnen bestanden hat, ist aufgehoben. Sie wollen das wieder ändern und zu dem alten Zustande zurückkehren; Sie empfehlen, ein ausschließliches Recht der vereideten Makler zu statuiren, Sie bescheiben sich aber, daß dies schwer zu erzwingen sein würde?

Sachv. **Weidert:** Ich verkenne die Schwierigkeiten nicht, allein die Beobachtungen an unserer Börse speziell veranlassen mich, nach dieser Richtung hin einen Wunsch auszusprechen.

Vorsitzender: Im Ganzen ist die moderne Entwickelung der Exklusivität auf dem Gebiete des Gewerbebetriebes abgeneigt, es besteht nur auf anderen Gebieten von nicht rein gewerblichem Charakter eine Approbations- oder Konzessionspflicht, z. B. hinsichtlich der Rechtsanwälte, Aerzte, Baumeister u. s. w.

Sachv. **Weidert:** Apotheker und dergleichen.

Vorsitzender: Sie wollen die Konzession für alle Makler wieder einführen und den angestellten Maklern untersagen, in irgend einer Weise an dem Geschäfte, auch bezüglich der sogenannten „Spitzen", sich zu betheiligen? Es ist hier ausgeführt worden, es wäre nicht möglich, sie absolut fern zu halten; es würde sonst eine Menge von Geschäften geben, die die Makler auszuführen überhaupt nicht in der Lage wären.

Sachv. **Weidert:** Ich bin gerade der entgegengesetzten Meinung, und behaupte, daß die Möglichkeit für den Makler, Geschäfte auf seinen Namen zu schließen, zu sehr vielen Ungehörigkeiten Anlaß giebt; es würde sich empfehlen, daß der Makler stets die Parteien, für welche er abschließt, zu nennen verpflichtet wäre. Der gegenwärtige Zustand ist ein anderer, es kommt sehr häufig vor, daß, gleichviel aus welcher Ursache, das betreffende Kommissionshaus nicht genannt sein will, und der Makler als Käufer oder Verkäufer auftritt. Ich halte das für schädlich.

Vorsitzender: Es wird von den Berliner Sachverständigen geltend gemacht, der ehrliche und anständige Makler habe die Absicht, sich auf die Vermittelungsthätigkeit zu beschränken, aber er würde die Interessen der Kommittenten verletzen, wenn er nicht wenigstens für einen Theil als Selbstkontrahent aufzutreten in der Lage wäre und sich erst hinterdrein bemühen könnte, einen Gegenkontrahenten zu finden.

Sachv. **Weidert:** Mir ist dies wohl bekannt, auch weiß ich, daß meine Aussage den Widerspruch vieler Sachverständigen findet, kann aber nicht anders angeben, als meine Erfahrungen mich es lehren.

Vorsitzender: Die Makler glauben, sie würden sonst keine Geschäfte machen; in Frankfurt am Main hat man die Uebernahme durch besonderes Gesetz gestattet, ehe Frankfurt preußisch wurde. In dem Falle, wo der Mitkontrahent dem anderen Kontrahenten nicht bekannt ist, ist es in der That von Werth, wenn der potente Makler eine Bürgschaft mit übernimmt. Deshalb hat man es in Frankfurt gestattet. Die Sachverständigen in Berlin sind wegen der Bürgschaft zweifelhaft, sie sind im Ganzen gegen die Bürgschaft gewesen; aber die Uebernahme, glauben sie, ließe sich nicht vermeiden.

Sachv. **Weidert:** Ich kann zugeben, daß an anderen Plätzen sich das geschilderte Bedürfniß herausgestellt hat, allein nach den Erfahrungen, die man bei uns gemacht hat, muß ich auf Gesagtem beharren.

Vorsitzender: Thatsächlich geschieht es in München, daß das Verbot übertreten wird?

Sachv. **Weidert:** Fortwährend, und ist sogar von Richtern sanktionirt worden.

Vorsitzender: Weshalb wird dieses nicht nur vom Börsenvorstand, sondern auch von Richtern geduldet? Das deutet darauf, daß auch dort eine Art Bedürfniß für die Bürgschafts- oder Selbstübernahme der Makler besteht. Zivilrechtlich können die Makler natürlich nicht belangt werden, aber der Strafrichter würde immerhin ohne Rücksicht auf die Uebung zu befinden haben, ob das Verbot übertreten ist. Wissen Sie von strafrechtlichen Entscheidungen, wonach ein Makler angeklagt war, den Artikel 69 des Handelsgesetzbuches übertreten zu haben?

Sachv. **Weidert:** Von strafrechtlichen Entscheidungen habe ich keine Kenntniß, wohl aber weiß ich, daß Makler verklagt und freigesprochen wurden, nicht vom Strafrichter, sondern vom Zivilrichter.

Vorsitzender: Das Verbot hat die Bedeutung nicht, daß sie zivilrechtlich belangt werden können; aber weshalb nicht strafrechtlich?

Sachv. **Weidert:** Ich vermag hierüber keine Auskunft zu geben.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte den Herrn Sachverständigen fragen, ob es nicht ein wirksames Mittel wäre, um zu erreichen, was er wünscht, und ob er nicht eventuell dieses Mittel empfehlen würde, daß die Börsenorgane ihre Mitwirkung, z. B. bei der schiedsrichterlichen Entscheidung verweigern, wenn es sich um Geschäfte handelt, die nicht von vereideten Maklern abgeschlossen sind. Man kann nicht hindern, daß in irgend einer Ecke sich ein Agent mit Vermittlung von Börsengeschäften befaßt. Wenn aber die Gesetzgebung auf dem Standpunkt steht, nur solche Geschäfte, die durch vereidete Makler abgeschlossen sind, an der Börse zuzulassen, und nur diese bei der Kursnotirung zu berücksichtigen, — wäre es dann nicht die nothwendige Konsequenz, daß den Organen der Börse untersagt würde, eine Mitwirkung bei Geschäften auszuüben, die von Anderen vermittelt sind, als von vereidigten Maklern, und würde das nicht ein wesentliches Kompelle sein, sich in allen Fällen, wo nicht ganz besondere Verhältnisse vorliegen, der Mitwirkung der vereideten Makler zu bedienen?

Sachv. **Weidert:** Es wäre das, meiner Meinung nach, die natürliche Konsequenz; die von nicht beeidigten Maklern an der Börse vermittelten Geschäfte finden schon jetzt bei uns in der Kursnotiz ihren Ausdruck nicht.

Vorsitzender: Es würde dazu doch wohl einer besonderen Bestimmung bedürfen, aber man kann nicht leugnen, daß es einen gewissen Einfluß haben würde. Die Börsengeschäfte rufen Streitigkeiten hervor, wenn man sich nicht an das Schiedsgericht wenden kann, so ist es für die Interessenten unangenehm; sie müßten sich an die ordentlichen Gerichte wenden.

Sachv. **Weidert:** Das Schiedsgericht steht bei uns unter dem Börsenvorstand beziehungsweise dem Handelsverein und bedarf es meines Erachtens besonderer Bestimmungen nicht.

Vorsitzender: Es könnte ihm verboten werden, bei solchen Dingen mitzusprechen; sehr groß ist aber immerhin der Nachtheil nicht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Bei der Lieferbarkeit von Effekten z. B., wo sofort entschieden werden muß, würde es sogar sehr wesentlich sein. Ich bin überzeugt, daß die Vermittlungsthätigkeit durch Privatmakler ganz wesentlich eingeschränkt, vielleicht ganz beseitigt werden würde, wenn die Börsenorgane konsequent ihre Mitwirkung verweigerten und sagten: solche Geschäfte gehen mich nichts an! Die Vermittler sind Privatleute, die machen können, was sie wollen.

Vorsitzender: In diesem Falle würde weder das ordentliche Gericht, noch das Schiedsgericht in Anspruch genommen werden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich meine überhaupt nur, die Organe der Börse könnten durch Statut oder in irgend einer Weise im Aufsichtswege oder im Wege der Gesetzgebung verpflichtet werden, ihre Vermittlung nur dann eintreten zu lassen, wenn die Geschäfte durch Leute vermittelt worden sind, welche sie selbst zugelassen haben.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Glauben Sie, Herr Sachverständiger, daß das irgend einen praktischen Erfolg haben würde? Das Bedürfniß eines Schiedsgerichts über die Qualität der Effekten ist ein so großes, daß dann sofort ohne Mitwirkung der Handelsorgane sich ein Schiedsgericht bilden würde, und derartige Fälle, in denen nicht durch vereidete Makler gehandelt worden ist, im Wege der stillschweigenden Zustimmung, die auf Befragen des Richters von den Handelsorganen bezeugt werden müßte — wir haben ja so vielfach von stillschweigender Willenserklärung gehört —, nicht dem vom Börsenvorstande ernannten, sondern dem auf ganz freiwilligem Wege zusammengetretenen Schiedsgericht vorgeführt und dessen endgiltige Entscheidung herbeigeführt werden würde. Glaubt der Herr Sachverständige nicht, daß einem derartigen praktischen Bedürfniß der Welt gegenüber die Welt auch ein Mittel finden würde, um eine derartige Zwangsmaßregel, welche eine Rechtsungleichheit, den Ausschluß eines sonst und an und für sich ganz vernünftigen Gerichts für bestimmte Fälle herbeiführen würde, zu umgehen? Ich möchte also den Herrn Sachverständigen fragen, ob das Leben nicht viel mächtiger ist, als eine derartige polizeiliche Verhinderung.

Sachv. **Weidert:** Ich kann gern zugeben, daß an anderen Orten die Verhältnisse anders liegen, und daß an denselben Schwierigkeiten bestehen, die ich nicht zu bemessen vermag —, allein ich sehe die Gefahr, welche die Einrichtung haben soll, nicht, und glaube, daß die Durchführung möglich ist.

Vorsitzender: Der Herr Geheimrath Frentzel hat ausgeführt, daß eine solche Bestimmung dadurch umgangen werden würde, daß sich ein privates Schiedsgericht bilden würde. Diese Befürchtung theilen Sie nicht?

Sachv. **Weidert:** Das kann sein, würde aber alsdann nicht der Börse zur Last gelegt werden können.

Vorsitzender: Man ist in Frankreich so weit gegangen, das Präjudiz einer zivilrechtlichen Ungiltigkeit daran zu knüpfen, wenn ein Geschäft nicht durch den vereideten Makler (agent de change) geschlossen ist, und trotzdem werden in größtem Umfange solche Geschäfte geschlossen. So weit wollen Sie hier doch nicht gehen? Das durchzusetzen, würde außerordentlich schwer sein.

Sachv. **Weidert:** Ich bin mir bewußt, daß die Schwierigkeit groß ist, allein ich glaube, der Erfolg würde entsprechen.

Freiherr **von Huene:** Ich wollte dem gegenüber, was Herr Geheimrath Frentzel vorgebracht hat, fragen, ob nicht immerhin ein wichtiger Vortheil darin liegt, wenn man unter dem Schutze gewissermaßen der Börseneinrichtungen steht, und ob es nicht der Gedanke des Herrn Sachverständigen bei Beantwortung der Frage des Herrn Geheimraths Gamp war, daß man solche Geschäfte von Seiten der Börse ignorire und immerhin dadurch das Publikum vor die Frage stelle: willst du die kleinen Courtagevortheile, die du bei dem wilden Makler hast, vorziehen oder den Vortheil, daß du einen gewissen Schutz in den gut geregelten Börseneinrichtungen hast? Ich möchte fragen, ob das nicht nach der Ansicht des Herrn Sachverständigen ein Grund für das Publikum wäre, sich die Sache zu überlegen.

Sachv. **Weidert:** Gewiß, es besteht der Zustand schon gegenwärtig. Es ist Niemandem benommen, direkt mit einem Anderen in Verbindung zu treten, aber alle solche Geschäfte entziehen sich der Beurtheilung der vereideten Makler, es nimmt die Börse davon keine Notiz. Das ist gegenwärtig bei uns so und wird an anderen Börsen auch so sein.

Dr. **Jürgens:** Dem Herrn Sachverständigen wird wohl bekannt sein, daß das Institut der vereideten Makler nicht überall in Deutschland besteht; in den Hansastädten besteht es nicht, und die Kaufmannschaft daselbst hat mit unbeeidigten Vermittlern durchaus befriedigende Erfahrungen gemacht. Ich glaube nicht, daß diese Plätze und die betreffenden Regierungen bereit sein würden, das Institut wieder einzuführen. Es geht daraus hervor, daß der Wunsch nach einheitlicher Regulirung dieser Frage für ganz Deutschland auf große Schwierigkeiten stößt; es zeigt sich, wie schwierig es ist, Alles über einen Kamm scheeren zu wollen. Der Herr Sachverständige hat auch betont, daß sein Vorschlag speziell München im Auge hat. Ich glaube nicht, daß der Herr Sachverständige die Absicht hat, für ganz Deutschland seinen Vorschlag geltend zu machen.

Vorsitzender: Empfehlen Sie ihn für ganz Deutschland, auch für solche Gebiete, wo, wie in den Hansestädten, man die vereideten Makler wieder würde einführen müssen, und zwar mit der ausschließlichen Berechtigung, die Geschäfte zu vermitteln?

Sachv. **Weidert:** Ich muß mein Gutachten abgeben nach den örtlichen Verhältnissen, wie ich sie bei uns kennen gelernt habe. Es ist keinem Zweifel unterliegend und bin ich mir dessen bewußt, daß von anderer Seite meine Ansicht bekämpft wird. Ob es sich da empfiehlt, eine Einrichtung, wie ich sie eben gekennzeichnet habe, für ganz Deutschland einzuführen, das wird wohl davon abhängen, ob und inwieweit ich auch von anderer Seite unterstützt werde oder isolirt bleibe.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn ich Sie richtig verstanden habe, empfehlen Sie diese Einrichtung für solche Börsen, für welche sie sich praktisch durchführen läßt, also solche Börsen, welche sich im Wesentlichen mit der Münchener vergleichen lassen. Ich möchte thatsächlich bemerken, daß in Hamburg zwar das Institut der vereideten Makler formell durch Gesetz abgeschafft ist, aber materiell ist eigentlich nichts Wesentliches an den früheren Bestimmungen geändert. Die Makler werden nicht vereidigte Makler genannt, aber die Makler, die bei der Kursnotirung mitwirken, werden mit Handschlag verpflichtet auf treue Erfüllung ihrer Pflichten. Es ist schließlich gleich, ob man sie beeidigte Makler nennt oder nicht. Das Praktische ist, daß ihnen das Recht gegeben ist, Geschäfte für eigene Rechnung zu machen; wir könnten auf dem Wege der Gesetzgebung schließlich dieses Recht den vereidigten Maklern auch geben.

Dr. **Jürgens:** Ich muß dem ganz entschieden widersprechen. Die Verpflichtung der Makler durch Handschlag bezieht sich nur auf die die Effektenkurse notirenden Makler, während beispielsweise für das ganze Waarengeschäft eine solche Verpflichtung auf Handschlag nicht stattfindet. Im Uebrigen ist der Abschnitt des Handelsgesetzbuches, betreffend die vereidigten Makler, durch Hamburger Gesetz ausdrücklich aufgehoben. Ich glaube, es kann nicht bestritten werden, daß das Institut der vereidigten Makler in Hamburg nicht besteht.

Vorsitzender: Es wird sich dies aus der Darstellung ergeben, die wir amtlich bekommen haben; die amtlichen Pflichten, die durch das Handelsgesetzbuch den vereidigten Maklern auferlegt sind, sind in Hamburg beseitigt, und die notirenden Makler haben nur die Verpflichtung, nicht wissentlich eine falsche Notirung vorzunehmen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich bin mir nicht recht klar, wohin der Vorschlag des Herrn Sachverständigen geht. Herr Geheimrath Gamp hatte als ein Mittel, das Geschäft in die Hände der vereidigten Makler faktisch zu bringen, vorgeschlagen, daß die Börsenorgane, insoweit sie amtlich von den einzelnen Geschäften Kenntniß zu nehmen haben, also namentlich bei Streitfällen, ihre Mitwirkung zurückweisen sollten, insofern das Geschäft nicht durch einen vereidigten Makler geschlossen wäre, und der Herr Sachverständige schien diesem Gedanken Beifall zu zollen. Dadurch würde eigentlich ein Zustand herbeigeführt werden, daß die Zuziehung des vereidigten Maklers zu einer Art Pflicht oder zu einem wesentlichen Requisit würde, auch wenn die beiden Parteien eines vereidigten Maklers oder überhaupt eines Maklers nicht bedürfen, sondern in der Lage sind, ein Geschäft direkt abzuschließen. Geht die Ansicht des Herrn Sachverständigen dahin, die Zuziehung des vereidigten Maklers zu einem wesentlichen Requisit für jeden Geschäftsabschluß machen zu wollen?

Sachv. **Weidert:** Es würde das voraussetzen, daß bei jedem einzelnen Geschäft auch ein Streitfall untergelaufen ist. Ich kann mir eine Reihe von Geschäften denken, bei welchen ein Makler nicht unumgänglich nothwendig ist, ich sehe deshalb nicht ein, warum das Geschäft nicht ebenso gut stattfinden kann, wie es jetzt bereits stattfindet.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ob ein Streitfall stattfindet, weiß man vorher gewöhnlich nicht; wenn man annähme, es wird ein Streitfall entstehen, so würde am Ende der vernünftige Kaufmann das Geschäft überhaupt nicht machen. Er nimmt a priori an, das Geschäft wird so abgewickelt, wie er glaubt, die Bedingungen gestellt zu haben. Es können sehr wackere und ordentliche Leute sein, sie kommen doch in Streit.

Vorsitzender: Es ist eine schwierige Aufgabe. Wenn man gestatten wollte, daß bei direkt geschlossenen Geschäften das Schiedsgericht angerufen wird, so würde man das unvereidete Maklerthum wieder einführen, denn in den meisten Fällen sind die Makler Selbstkontrahenten. Wie will man untersuchen: hat der Mann wirklich materiell nur als Vermittler gehandelt, oder ist das nicht der Fall? ist von vornherein gleich ein anderer Kontrahent gewesen? Das ist außerordentlich schwierig.

Sachv. **Weidert:** Ich bin nicht der Meinung, daß Geschäfte, welche direkt zwischen den Parteien geschlossen werden, vor das Schiedsgericht gehören; meiner Ansicht nach weiß die Börse von derartigen Geschäften nichts. Im Uebrigen will ich nicht unterlassen hinzuzufügen, daß zur Zeit bei uns auch bei Streitigkeiten, die ihren Ursprung nicht an der Börse haben, das Schiedsgericht angerufen werden kann.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Zunächst wollte ich bemerken, daß meine Ausführungen über die Hamburger Börse sich natürlich nur auf den Effektenverkehr, der allein den Gegenstand der Erörterung bildet, bezogen haben. Dann möchte ich darauf hinweisen, daß die Nichtberücksichtigung bei der Kursnotirung, namentlich bei Zeitgeschäften, doch ein ganz wesentliches Kompelle für die Inanspruchnahme der vereidigten Makler sein wird. Wir haben hier von einzelnen Sachverständigen gehört, es handelt sich bei der Kursnotirung häufig um ganz erhebliche Interessen. Wenn gesagt wird: ihr könnt Geschäfte machen, welche ihr wollt, aber billigerweise nicht verlangen, daß eure ganz unkontrolirbaren Geschäfte, bei denen die Persönlichkeit des Vermittlers gar keine Garantie dafür bietet, daß die Geschäfte in der That abgeschlossen sind, bei der Kursnotirung berücksichtigt werden, so glaube ich, werden alle großen Geschäftshäuser, die überhaupt ein Interesse an der Institution der Börse haben, sich von solchen Geschäften mit Privatmaklern fernhalten. Wir haben gehört, wie oft es vor

kommt, daß die Berücksichtigung der im freien Markt abgeschlossenen großen Geschäfte bei der Feststellung des Kurses für Zeitgeschäfte verlangt wird. Ich will auf diese Erörterungen bei den Sachverständigenvernehmungen nicht weiter eingehen, aber ich glaube, daß, wenn der Herr Sachverständige diese Ansicht hat, sich auch Mittel finden ließen, seine Absicht in zweckentsprechender Weise zur Durchführung zu bringen.

Vorsitzender: Das hängt in gewisser Beziehung mit dem Kursfeststellungsverfahren zusammen, und wir haben ja gehört, daß die Kontrahenten selbst die Zettel in den Kasten hineinwerfen, und daraus ersehen die Makler, zu welchen Kursen Geschäfte gemacht sind. Es müßte nach dem Vorschlag des Herrn Geheimrath Gamp ein Verfahren ähnlich eintreten, wie in Berlin.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das Handelsgesetzbuch steht auf dem Boden, privilegirte Makler zu kennen, Makler mit publica fides, denen gegenüber andere stehen. Das Handelsgesetzbuch behandelt ja die Frage, wie die Kurse notirt werden sollen und wer bei den Kursen mitzuwirken hat, gar nicht, sondern das ist Sache der einzelnen Börsenordnungen. Das Mitwirken zur Kursnotirung ist eigentlich nur das Eintreten eines Sachverständigen, das man jedem beliebigen Sachverständigen geben könnte. Nun ist es hier und an anderen Börsen den vereideten Maklern gegeben worden, und zwar mit dem Privileg, um mich so auszudrücken, daß nur diejenigen Kurse in Betracht kommen, die ihnen aufgegeben werden. Das hat mit dem Handelsgesetzbuch gar nichts zu thun. Nun meine ich, darüber kann wohl kein Zweifel bestehen, daß das richtig ist, was Herr Kollege Jürgens gesagt hat. Es ist nicht richtig zu sagen, es sei ein Streit um Worte, der den Kurs notirende Makler in Hamburg sei dasselbe, wie der vereidete Makler hier, weil er auch verpflichtet worden ist, denn, wie der Herr Präsident bereits hervorgehoben hat, ist das Verhältniß dort ganz anders, der den Kurs notirende Makler ist nicht in der Lage, daß er bloß das zu berücksichtigen hätte, was ihm aufgegeben ist. Nun ist mir zweifelhaft, ob es wirklich opportun wäre, und das wird auch der Herr Sachverständige meinen, daß wir, anstatt daß wir das Institut der vereideten Makler in seinen Pflichten erleichtern sollen und müssen, es andererseits wieder derartig privilegiren, daß dagegen der freie Markt vollständig in den Hintergrund gedrängt wird. Ich müßte mich sehr täuschen, wenn nicht wiederholt in den Verhandlungen darauf Rücksicht gelegt worden ist, daß diese Makler gewissermaßen ein Korrektiv dadurch empfangen, daß es außerdem eine freie Vermittlung giebt. Ich denke, der Herr Sachverständige geht von der Voraussetzung aus, daß Artikel 69 ganz erheblich für die vereideten Makler würde modifizirt werden müssen, daß ihnen die Befugniß gegeben werden müßte, Geschäfte in Ausnahmefällen für eigene Rechnung zu machen.

Sachv. **Weidert:** Das Gegentheil.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das wollen Sie nicht, aber wir haben gehört, daß das unvermeidlich ist.

Vorsitzender: Ich sagte Ihnen, Herr Sachverständiger, daß es in Berlin als unvermeidlich gelte, nichtsdestoweniger meinten Sie, daß es in München doch durchführbar sei, Sie hielten es an ihrem Platze für möglich und zulässig?

Sachv. **Weidert:** Ich habe bereits zugegeben, daß in anderen Orten die Durchführung eine schwierigere sein mag, aber ich muß dabei bleiben, nach den Erfahrungen und Beobachtungen bei uns scheint mir das einzig Richtige zu sein, daß der zur Vermittlung von Geschäften aufgestellte Makler unterläßt, solche für eigene Rechnung zu machen.

Sachv. **von Pflaum:** Bei uns ist Bestimmung, daß die vom Gemeinderath angestellten Makler für eigene Rechnung

Geschäfte nicht machen dürfen. Für das Kontantengeschäft, welches an unserer Börse herrscht, ist das vollständig genügend. Ich finde auch, wenn man das Ideale anstrebt, wäre es richtig, daß die beeideten Makler für eigene Rechnung Geschäfte nicht machen sollen, damit sie bei dem Geschäft, das sie zum Abschluß bringen, nicht betheiligt sind, allein ich glaube, daß es in der Praxis an großen Börsen absolut nothwendig erscheint, daß der Makler berechtigt ist, auch für die sogenannten Spitzen oder für den nicht angebrachten oder nicht erhaltenen Betrag als Selbstkontrahent aufzutreten, indem, wäre es nicht der Fall, der Auftraggeber dadurch viel mehr geschädigt werden würde, daß kleinere Posten, die keinen Abnehmer finden, nur zu einem ungerechtfertigt niedrigeren Kurse von Dritten würden übernommen werden. Ich bin auch der Ansicht, daß es richtig ist, wenn der Makler eine Aufgabe des Gegenkontrahenten unterläßt und selbst seinen eigenen Namen als Aufgabe gebraucht, denn sehr viele Geschäfte würden dadurch, daß sie zu sehr in die Oeffentlichkeit kommen oder daß sie der Gegenpartei bekannt werden, sehr schwer zur Durchführung gelangen. Es ist im Geschäftsleben überhaupt einer der ersten Grundsätze, die Diskretion zu wahren, und ich glaube, daß beim Maklergewerbe diese in erster Linie auch beobachtet werden sollte. Ich kann mir lebhaft denken, daß, wenn man weiß, wer Käufer oder Verkäufer ist, dies einen schädlichen Einfluß auf den Geschäftsabschluß haben könnte.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht vielleicht auch auf den Standpunkt in Bezug auf diese Frage sich stellen würde, den eine Reihe von Sachverständigen und auch Herr Senatspräsident Dr. Wiener eingenommen haben. Dieser Standpunkt giebt zu, daß man für die Spitzen den vereideten Makler in das Geschäft eintreten lassen, und daß man ihm erlauben muß, Bürgschaft zu übernehmen, aber doch mit gewissen Einschränkungen, die wohl Herr Alexander zuerst andeutete: die vereideten Makler sollen nur in beschränktem Maße, insofern es unentbehrlich ist, eintreten, und es soll eine disziplinarische Aufsicht des Börsenkommissariats in der Weise stattfinden, daß, sobald sie diese Uebernahme in zu umfassendem Maße treiben, sobald sie vor Allem das Eintreten als Selbstkontrahent zur Kurstreiberei und derartigem benützen, sie dann sofort ihrer Stellung als vereidete Makler enthoben werden könnten, und zwar sollte dies in sehr strenger Weise durch das Börsenkommissariat gehandhabt und dadurch eine fortwährende Reinigung der vereideten Makler herbeigeführt werden. Wenn ich mich recht erinnere, war der Vorschlag sogar noch so weitgehend, daß man glaubte, auf diesem Boden könne man die ganzen bisherigen Pfuschmakler, die unvereideten Makler, aufheben und den Gegensatz beseitigen, unter der Bedingung, daß eine solche ständige Ueberwachung der Makler durch das Börsenkommissariat stattfinde.

Sachv. **von Pflaum:** Ich bin damit vollständig einverstanden und hätte mir erlaubt, einen Zusatz in der Richtung zu machen, daß ich es für nothwendig erachte, daß eine Ueberwachung stattfindet, damit dieses Recht, welches hier den vereideten Maklern gegeben wird, nicht mißbraucht werde. Es läßt sich dies ja auch leicht durchführen. Jeder Makler muß ein Börsenbuch führen, er ist verpflichtet, es dem die Aufsicht führenden Börsenkommissar vorzulegen, es läßt sich sehr leicht finden, wenn ein Makler eine größere Summe für sich nimmt, ob dies gerechtfertigt erscheint. Er muß nachweisen, auf wen er die betreffende Transaktion geschlossen hat, soweit er sie nach seinem Buche nicht selbst zu übernehmen hatte.

Vorsitzender: Prinzipiell ist es gerechtfertigt, den Makler auf die Vermittelungsthätigkeit zu beschränken. Sie glauben aber, daß der Drang der Umstände dahin führt, dies in manchen Fällen zu überschreiten, und halten eine disziplinarische Kontrole für ein geeignetes Mittel, um allen Ausschreitungen entgegenzutreten?

Professor Dr **Schmoller:** Glaubt der Herr Sachverständige aber wirklich auch, daß ein Börsenkommissariat das praktisch streng durchführen wird?

Es ist eine ziemlich starke Zumuthung an die Herren Börsenkommissare, besonders, wenn wir uns daran erinnern, daß die Herren an der Börse unter einander in Verbindung stehen, daß sie einander nicht gerne sehr wehe thun wollen. Es scheint eine sehr große Zumuthung an die Herren des Börsenkommissariats, den Maklern gleichsam täglich auf der Pelle zu sitzen und sie eventuell unvermuthet aus ihrem Brote zu drängen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich denke mir dies aus dem Grunde nicht so schwer, weil zeitweilig Stichproben — wie ich sie nennen will — stattfinden werden. Der Makler ist der Gefahr ausgesetzt, daß von dem Börsenkommissariat irgend ein Abschluß geprüft wird, was ganz zufällig an einem nicht im Voraus bestimmten Tage stattfindet, und daß er dann in Strafe verfällt, wenn Kontraventionen stattgefunden haben. Das Verhältniß des Börsenkommissars zum Makler ist doch nicht so, daß die Beiden koordinirt und in einer Geschäftsverbindung mit einander stehen. Ich sehe in dem Makler einen Angestellten des Börseninstituts und in dem Kommissar das Mitglied der Behörde, welcher die Ueberwachung obliegt. Jeder reelle Makler wird darin keine Beengung des Geschäfts erblicken, er wird durch die Kontrole nur beweisen, daß er seine Pflicht thut. Ich bin vollständig überzeugt, daß es gar nicht anders geht, als daß eine Selbstübernahme gestattet ist.

Vorsitzender: Ist das in Stuttgart Uebung?

Sachv. **von Pflaum:** Die Umsätze an unserer Börse beschränken sich auf kleine Kontantenumsätze, und der Umsatz durch die Makler an der Börse findet den ganzen Tag statt. Die Börsenstunden sind zwischen 10 und 11 Uhr, aber die Maklerthätigkeit findet während der ganzen üblichen Geschäftsstunden statt; die Notirung hängt von den Abschlüssen zwischen 10 und 11 Uhr ab. Ich habe aber meine Erfahrungen aus dem Berufsleben und kenne die Börsenmaklerverhältnisse in Berlin und Frankfurt. Die der Frankfurter Börse sind nach meiner Auffassung die besten.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte sagen, der Vorschlag, den Herr Professor Schmoller zuletzt erwähnt hat, ist gewiß ein außerordentlich sympathischer. Mir ist aber zweifelhaft, ob Sie bei Ihren Bemerkungen nicht bloß Verhältnisse vor Augen haben, die rein lokal sind. Denn gesetzt den Fall, der Vorschlag würde Gesetz, so würde nicht immer ausgeschlossen sein, daß an großen Börsen, welche für das Kassageschäft beim Einheitskurs bleiben, es der besonderen Bestellung von Maklern zum Zwecke der Kursnotirung bedarf, und dann würde die Konsequenz sein, daß nur diejenigen Angebote und Nachfragen bei dieser Kursfeststellung zu berücksichtigen sind, die bei diesen Maklern gemacht wurden. Dann würden Sie doch privilegirte Makler haben, denen gegenüber die anderen durchaus im Hintergrund ständen, und Sie würden nur zu der Konsequenz kommen, daß diese anderen, deren Stellung sich in Wahrheit nicht verbessert, doch unter eine Disziplinargewalt, unter welcher sie heute noch nicht stehen, kommen. Ich möchte glauben, daß Ihr Vorschlag wirklich nur Verhältnisse im Auge hat, bei denen Sie annehmen konnten, daß alle diese Makler zu gleicher Zeit auch kursnotirende Makler sein könnten.

Sachv. **von Pflaum:** Ich gestatte mir die Bemerkung, daß ich auf den Punkt, den ich eigentlich empfehlen möchte, noch nicht zu sprechen gekommen bin.

Ich bin der Ansicht, daß gerade wegen der Kursnotirung es unbedingt nothwendig ist, an dem beeidigten Maklerthum festzuhalten, und daß der beeidete Makler, welcher für gewissenhafte Vermittlung und Notirung der Geschäfte in Pflicht ge-

nommen ist, zu einer authentischen und vollständig nach allen Seiten gerechten Kursnotirung absolut nothwendig ist. Ich glaube, daß bei der Ausdehnung, welche das Geschäft genommen hat, bei der Art der Personen, welche mit dem Vermittlungsgeschäft sich befassen, es absolut nothwendig ist, neben dem beeideten Makler auch den freien Vermittler zu haben, der vermöge seiner Persönlichkeit, vermöge seiner Fähigkeit vielleicht in manchen Geschäften viel geeigneter für das Vermittlungsgeschäft ist, als der vereidigte Makler, der einmal in Funktion ist, ein großes Vertrauen genießt und dem auch die Autorität der integren Kursnotirung zuerkannt wird. Ich glaube aber, daß es gefährlich ist, die Thätigkeit dieses freien Vermittlerthums mit hereinzuziehen in den Kreis und in die Funktionen des beeidigten Maklers. Ich glaube, daß die Preisnotirung lediglich von denjenigen Vermittlern ausgehen sollte, welche beeidigt und als Angestellte der Börse das Geschäft vermitteln. Sache derjenigen, welche die Vermittlung der Geschäfte im freien Verkehr wünschen, respektive die ihrer Mandanten ist es, sich darüber klar zu werden, ob es ihnen konveniren kann, daß die Abschlüsse, die sie gemacht haben, mit der amtlichen Preisnotirung in keinem Zusammenhang stehen. Sie wissen, warum sie es thun und werden sich über diesen Umstand hinwegsetzen können. Ich halte es daher für nothwendig, daß neben den beeidigten Maklern auch freie Makler existiren. Diese werden auch anregend und regulirend auf die Thätigkeit der beeideten Makler wirken, während, wenn die freie Konkurrenz nicht vorhanden ist, die Sinekuren der Makler ebenso wenig im Interesse der Börseninstitution, als auch der Mandanten der Börse sein würden. Deshalb glaube ich, daß, trotzdem ich den beeidigten Maklern ein Privilegium zuerkennen möchte, es sehr wünschenswerth wäre, wenn jede große Börse auch ihren freien Verkehr durch Vermittler hat, welche vermöge ihrer Intelligenz und vermöge des Vertrauens, das ihnen von den einzelnen Auftraggebern geschenkt wird, die Geschäfte zum Abschluß bringen können.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Sachverständige sagte, nach seiner Erfahrung wäre das Verhältniß in Frankfurt auf diesem Gebiet das günstigste. Frankfurt hat, wie uns von Sachverständigen mitgetheilt wurde, fast ausschließlich vereidete Makler. Es sind dort nur eine ganz geringe Anzahl von Persönlichkeiten, die als Anwärter für die Stellen der vereidigten Makler notirt sind, aber noch nicht berücksichtigt werden können, weil die Stellen besetzt sind, und die sich mit der Vermittlung von Geschäften befassen. Es ist also dort dieser regulirende Faktor, auf welchen der Sachverständige Werth legt, der Faktor des freien Marktes, im Wesentlichen nicht vorhanden; es wurde, wenn ich mich recht erinnere, gesagt, es wären 80 vereidigte Makler und nur fünf oder sechs unvereidigte Anwärter, die die Geschäfte vermitteln.

(Zuruf: Falsch!)

Es wird hier behauptet, das wäre nicht richtig; es ist vielleicht von Interesse, das thatsächlich festzustellen.

Sachv. **Goldschmidt:** Es wird wohl eine viel größere Anzahl sein, ich bin aber nicht in der Lage, sie anzugeben.

Sachv. **Maier:** Ich glaube, das wird nicht schwierig festzustellen sein; in dem Frankfurter Adreßbuch, das hier wohl aufzutreiben sein wird, stehen sämmtliche vereidigte und unvereidigte Makler verzeichnet. Nach meiner Erinnerung ist die Zahl der unvereidigten Makler in Frankfurt mindestens ebenso groß, als die Zahl der vereidigten Makler.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie sprechen nur von der Effektenbörse?

Sachv. **Maier:** Ja, von der Effektenbörse. Es sind dort eine ganze Menge unvereidigter Makler thätig.

Sachv. **von Pflaum:** Ich sprach nur von dem Effektenverkehr, für den Waarenverkehr würde ich eine ganz andere Stellung einnehmen.

Geheimer Kommerzienrath **Diffené:** Ich möchte anknüpfend an eine Aeußerung des Herrn Sachverständigen eine Bemerkung machen, die übrigens eine Ansicht vertritt, die von anderer Seite bereits geäußert worden ist. Der Herr Sachverständige ist der Meinung, es solle unterschieden werden zwischen den freien und den vereidigten Maklern, und zwar in Bezug auf die Befugnisse, welche denselben zu ertheilen wären in der Art, daß nur Geschäfte, welche durch beeidete Makler geschlossen werden, bei der festzustellenden Kursnotirung zu berücksichtigen sind. Ich kann nicht umhin, das Bedenken auszusprechen, daß auf diese Art vielleicht eine Kursnotirung zu Stande kommen würde, die der Wirklichkeit nicht entspricht, die also ein wahres Bild von den Geschäftsverhältnissen nicht geben würde. Es ist vorhin schon ausgesprochen worden, daß die Geschäfte, welche durch die freien Makler gemacht werden, häufig von erheblichem Umfange sind. Wenn nun ein sehr erheblicher Theil aller Geschäfte bei der Kursnotirung außer Betracht bleibt, so wird das Publikum irregeführt. Das Publikum bildet sich ein, es finde in der Kursnotirung den wirklichen Eindruck des Angebotes und der Nachfrage, während ein ganz großer Theil der Geschäfte unberücksichtigt geblieben wäre. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, sich darüber zu äußern, ob er mein Bedenken begründet findet, daß die Kurse auf diese Art nicht zwar allen Werth verlieren, aber in ihrem Werthe um ein Bedeutendes gemindert sein würden.

Sachv. **von Pflaum:** Ich unterscheide zwischen amtlicher Notirung und außeramtlicher Notirung. Ich wünsche, daß auch dafür Sorge getragen sein soll, daß die Umsätze des freien Verkehrs zur Notirung gelangen, sodaß die Möglichkeit der Kontrole vollständig vorhanden ist. Auch wird der Börsenkommissionär bei Ertheilung der Aufträge sich selber bemühen, daß ihm eine gewisse Fühlung mit der amtlichen Notirung immerhin möglich ist. Wir haben gestern durch den Herrn Sachverständigen der hiesigen Makler gehört, daß immer eine gewisse Fühlung zwischen der amtlichen Notirung der Makler und derjenigen des freien Verkehrs vorhanden ist, und das wird, so denke ich mir, immer stattfinden. Ich möchte in dem Institute der vereideten Makler nicht nur einen privilegirten Kreis sehen, der ausschließlich Geschäfte abzuschließen im Stande ist, sondern wünsche auch, daß freie Vermittler, welche vermöge ihrer Intelligenz und Befähigung dazu berechtigt sind, diesen Vorzug zu genießen und hierdurch eine Regulirung der Maklerthätigkeit auszuüben, auf die ich von meinem Standpunkt aus unter keinen Umständen verzichten möchte.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich muß an das anknüpfen, was Herr Präsident Wiener gesagt hat. Nach meiner Meinung hat der Herr Sachverständige erklärt, wenn man die reine Vermittlungsthätigkeit, das reine Vermittlergeschäft an den Börsen in Betracht zöge, so sei hierfür keineswegs nöthig, diese Thätigkeit ausschließlich oder auch nur theilweise beeideten Organen zu übertragen, nur durch den thatsächlich stattfindenden, ich will sagen, Zufall oder Umstand, daß der Mann den Kurs notiren muß, ist es nöthig, sich auf Organe zu stützen, welche die vermittelten Geschäfte kennen, und nur dadurch kommen wir eigentlich zu diesen Fragen. Würde, ich will einmal sagen, der Staat sagen, da durch die Notirungen möglicherweise Mißstände entstehen, so verbiete ich hiermit jede Börsennotiz — ich will einmal diesen exzeptionellen Fall annehmen —, so würden wahrscheinlich alle diese Fragen hinwegfallen, man würde sagen, dann brauchen wir keine vereideten Makler. Daran anknüpfend kommen wir immer auf die Frage, wie weit sollen die Verpflichtungen und die Rechte

der vereideten Makler gehen, nicht wegen des eigentlichen Vermittlungsgeschäftes, sondern wegen der sich daran knüpfenden Notiz? Wenn man nun davon ausgeht, diese Rechte ausschließlicher zu gestalten gegenüber anderen Kreisen, so muß man ja natürlich sagen, daß nicht nur durch die vereideten Makler, sondern auch durch die anderen Kreise, die ganz unkontrolirbar sind, mit dem vereideten Makler ein großer Mißbrauch getrieben werden kann, nämlich, daß durch die Vermittlung des vereideten Maklers, ohne daß er das kontroliren kann, Geschäfte abgeschlossen werden, nur zu dem Zwecke, um damit bei der Notiz in Berücksichtigung zu kommen und auf die Notiz zu wirken; und wenn der Herr Sachverständige gesagt hat, die Remedur dafür würde nach seiner Meinung die sein, daß neben der amtlichen Notiz noch in den Zeitungen oder sonst wo eine außeramtliche Notiz entsteht und das Publikum zwischen den beiden vergleichen würde, so möchte ich fragen, wird da nicht wirklich in solchem Falle, trotz aller Vorsicht, für die außenstehende Welt sich das Fazit ergeben: die außeramtliche Notiz in den Zeitungen ist eigentlich die richtigere? so daß man mit vieler Mühe und vielen Umständen etwas erzielt hätte, von dem man nachher sagen würde: aber es ist etwas Falsches, wir haben etwas erzielt, was man aus theoretischen Gründen wunderschön konstruirt hat, aber es ist eben falsch, die Welt draußen glaubt nicht an die amtliche Notiz. Ich mache den Herrn Sachverständigen darauf aufmerksam und möchte um seine Antwort bitten, weil er in gewissen Nuancen diese Möglichkeit mir bereits zugegeben zu haben scheint, indem er in der freien, nicht kontrolirten Notiz ein Korrektiv für die amtlichen Notizen, die dann in beschränktem Maße gegeben würden, sieht.

Vorsitzender: Wollen Sie darauf erwidern?

Sachv. **von Pflaum:** Ich erlaube mir zu bemerken, die amtliche Notiz kann eine thatsächlich falsche nicht sein, denn sie basirt auf vollständig vollzogenen Geschäftsabschlüssen, und die Inpflichtnahme der beeideten Makler und die Kontrole durch die Ueberwachungsorgane giebt mir die Gewähr, daß diese Notiz eine thatsächlich richtige ist. Nun sagt der Herr Geheimrath, daß hier nur durch den freien Verkehr auf die vereideten Makler eingewirkt werden kann und daß dadurch diese Notiz, die ursprünglich eine echte war, eine unechte werden könnte; so habe ich es aufgefaßt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Makler giebt pflichtgemäß und gewissenhaft an: ich habe zwischen A und B zu dem und dem Preise gehandelt, dieses Geschäft ist auch faktisch gemacht worden, dieses Geschäft steht aber in Widerspruch mit den an dem freien Markt gemachten und ist nur gemacht worden, was allerdings nicht zu beweisen ist, weil der A ein Interesse an einer Notiz hatte, welche in Widerspruch mit den Thatsachen steht. Der Makler ist ganz unschuldig, er weiß nicht, aus welchem Grunde die beiden gehandelt haben. Thatsächlich wäre die Sache so.

Sachv. **von Pflaum:** Gewiß, das hatte ich so aufgefaßt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Da ist von einer Einwirkung des freien Maklers auf die Notiz nicht die Rede, sondern von der Einwirkung zweier nichtamtlicher Händler auf die amtliche Notiz.

Sachv. **von Pflaum:** Aber sie hat ihren Ursprung eigentlich aus den Umsätzen, die im freien Verkehr gemacht wurden, mithin konnte der freie Verkehr auf diese amtliche Notiz in Folge des Auftrages, der gegeben worden ist, um eine gewisse Notirung herbeizuführen, einwirken. Ich meine, ob der freie Verkehr existirt oder nicht, eine derartige Einwirkung auf die Kursnotiz kann Jedermann, der das Risiko übernimmt, zu einem eventuell niedrigeren oder höheren Preise einen Umsatz mit einer größeren Summe zu machen, ausüben. Das ist nicht zu umgehen;

denn wenn Jemand ein Opfer bringen will, wenn er große Offerten macht oder für große Summen Verkäufer ist, so wird das in dem gegebenen Moment auf die amtliche Notirung seinen Einfluß üben.

Vorsitzender: Merkwürdig, Sie haben die Frankfurter Verhältnisse gerühmt, wo man sich bemüht, den Einfluß der Privatmakler fernzuhalten. Dort besteht das Syndikat; es werden nur die innerhalb seines Geschäftskreises vermittelten Geschäfte berücksichtigt, und andere Geschäfte dürfen sonst nicht berücksichtigt werden.

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe die Frage dahin verstanden: Jemand, der in dem freien Verkehr Umsätze gemacht hat und eine gewisse Notirung für ein Papier erzielen möchte, giebt in den Verkehr des beeidigten Maklers einen Auftrag hinein, um auf die Notiz einzuwirken. Das läßt sich auf die Verhältnisse von Frankfurt auch anwenden. Diese Einwirkung auf die Notirung wird immer bestehen, ob man nebenher den freien Verkehr oder nur den amtlichen Verkehr hat, sofern man mit Summen operirt, die bei der betreffenden Notirung ausschlaggebend sein können.

Vorsitzender: Sollte das wirklich vorkommen? Es muß doch auch Courtage bezahlt werden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will ein Beispiel geben, um die Sache klarer zu machen. Die Einwirkung des Börsenkommissars hier an der Berliner Börse ist eine viel stärkere im Produktengeschäft als im Effektengeschäft, und da hat der Börsenkommissar zu einer Zeit sich veranlaßt gefunden, eine Notiz über ein Geschäft, das von einem vereideten Makler gemacht war, und an dessen Rechtsbeständigkeit an und für sich er gar keinen Zweifel hatte, nicht aufzunehmen, weil er der Meinung war, diese Notiz sei eine ganz exzeptionelle, stehe mit dem Preis, der im freien Verkehr gewaltet hat, in einem solchen Widerspruch, daß es zu einer Täuschung der Außenwelt und zur Herbeiführung falscher Rechtskonsequenzen führen würde, wenn er diese Notiz zuließe. Es handelte sich um eine Notiz, die ein vereideter Makler auf Grund eines von Seiten des vereideten Maklers ganz rechtmäßig geschlossenen Geschäfts bringt. Da frage ich den Herrn Sachverständigen, hat nach Ihrer Meinung der Börsenkommissar richtig gehandelt, oder hätte er Ihrer Meinung nach richtiger gehandelt, wenn er sagte: ich kehre mich an nichts, hier ist ein Geschäft durch einen vereideten Makler geschlossen, daß das Geschäft an sich geschlossen ist, bezweifle ich gar nicht, darum notire ich es und sage: fiat justitia, pereat mundus?

Sachv. **von Pflaum:** Ich kann hierauf nur auf Grund meiner Anschauung bezüglich des Effektengeschäfts erwidern, beim Waarengeschäft glaube ich, daß auch mir ein Bedenken käme, wenn eine große Differenz wäre, ob nicht von Aufsichtswegen intervenirt werden müßte. Im Effektengeschäft, wo sich die Variationen, wenn sie bedeutend sind, auch ganz klar nachweisen lassen müßten und würden, würde ich, wenn dieser Nachweis geliefert ist, entschieden der amtlichen Notirung volle Freiheit lassen und die Ueberzeugung haben, daß hiermit vollständig Gerechtigkeit geübt ist. Ich glaube nicht, daß bei dieser Organisation in dem Effektenverkehr solche Mißstände und Mißbräuche eintreten könnten, daß in der Festsetzung der amtlichen Notiz eine wesentliche Gefahr für das Publikum zu erblicken wäre.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich mache auf den Umstand aufmerksam, die Gefahr würde absolut nicht vorhanden sein, wenn alle Notizen, amtlich und außeramtlich, immer die Summe des Abschlusses gäben. Dann wäre eine Gefahr nicht vorhanden. Da wir aber bisher nur Notizen kennen, in denen der Kurs ohne Hinzufügung der Summe gegeben wird, so kann eine kleine Summe, durch den Makler gehandelt, den-

selben Einfluß wie eine große üben, es sieht die Notiz genau so aus, wenn sie für 50 Stück gemacht ist, wie die danebenstehende Notiz für 5000 Stück.

Sachv. **von Pflaum:** Ich erlaube mir hierauf zu erwidern, daß bei jedem Geschäft immer zwei Parteien ein Interesse haben: wenn die eine das Interesse hat, daß die Notiz niedrig ist, so hat der Gegenkontrahent das Interesse, daß hoch notirt wird, und ich glaube, daß diesem Kampfe der Interessen die Freiheit gelassen werden dürfte, und daß aus einem einzelnen exzeptionellen Falle nicht Mißbräuche gefolgert werden sollten, welche zu einer anderen Normirung der Kursnotizen Anlaß geben würden. Im Uebrigen habe ich gestern für die von dem Herrn Präsidenten vorgeschlagene Notirung der Umsatzziffern in dem Kursblatte mich ausgesprochen und diesen Vorschlag sehr sympathisch begrüßt.

Vorsitzender: Ich hatte nur bemerkt, daß es in Chicago geschieht.

Sachv. **von Pflaum:** Herr Präsident gaben die Anregung, ob es auch bei uns sich durchführen ließe.

Sachv. **Dr. Simon:** Ich sehe ein wesentliches Bedürfniß nur darin, daß die Thatsachen mit den gesetzlichen Vorschriften in Uebereinstimmung gebracht werden, daß also das Strohmännerwesen, das in Berlin sich als unvermeidliches Bedürfniß herausgestellt hat, dazu führen muß, daß entweder das Institut der vereideten Makler aufgehoben oder Nummer 1 des Artikels 69 des Handelsgesetzbuchs abgeändert, und dem vereideten Makler die Befugniß gegeben wird, selbst einzutreten. Ich glaube, die beiden Wege werden zu einem gleich gesunden Resultate führen. Ich lege zunächst Werth darauf, daß das historisch Begründete, daß die vereideten Makler bestehen bleiben, da die publica fides, die sie haben, in vielen Fällen von großer Wichtigkeit ist. Würde man diese Institution aufheben, so müßte eine andere getroffen werden und könnte getroffen werden, welche mit dem gleichen Resultat auch zu einer zuverlässigen Notirung führen würde, ich meine aber, man soll das historisch Gewordene lassen und das Unmoralische beseitigen, daß man sagt, der vereidete Makler darf keine eigenen Geschäfte machen, ihn sie aber doch durch Strohmänner machen läßt, weil es nicht anders geht, weil das Bedürfniß dazu genöthigt hat. Darum soll man diese gesetzliche Bestimmung ändern.

Vorsitzender: Haben Sie in Königsberg auch die Erfahrung gemacht, daß die vereideten Makler eigene Geschäfte machen?

Sachv. **Dr. Simon:** Es geschieht hin und wieder, unser Börsengeschäft ist sehr unbedeutend, aber wir haben in Königsberg ein erhebliches Interesse daran, daß die Berliner Verhältnisse in gesunder Weise funktioniren.

Vorsitzender: Es ist bekannt, daß es in Berlin als unvermeidlich gilt, daß die vereidigten Makler Geschäfte machen.

Sachv. **Dr. Simon:** Ich habe hier in Berlin eine Stellung bekleidet, wo ich es vor Augen gehabt habe.

Vorsitzender: Eine Aenderung in der Stellung der Privatmakler würden Sie nicht eintreten lassen?

Sachv. **Dr. Simon:** Nein, es ist vorhin angedeutet worden, daß sich ein freies Schiedsgericht bilden würde, um über die Lieferbarkeit zu entscheiden, wenn zwei direkt mit einander Handelnde in Streit gerathen, ob der Gegenstand lieferbar ist. Wenn vorhin gesagt worden ist, die Sachverständigenkommission solle sich nur äußern, wenn ein vereidigter Makler das Geschäft abgeschlossen hat, so bin ich der Meinung, eine solche Erschwerniß der freien Thätigkeit unter den Ein-

zelnen würde, wenn man sie gesetzlich vorschriebe, das Resultat haben, daß sich eine freie Sachverständigenkommission bilden würde.

Sachv. **Lehmann:** Ich muß ja natürlich auch auf den Standpunkt mich stellen, daß ich sage, es ist im höchsten Grade wünschenswerth, daß die scheinbar gesetzlich zu Recht bestehende Beschränkung für die vereideten Makler, eventuell selbst in ein Geschäft einzutreten, in erster Reihe aufgehoben wird, sobald eben das Institut der vereideten Makler überhaupt bestehen bleibt, denn der geschäftliche Verkehr und der Umfang des Geschäfts an der Berliner Börse hat als unausweichlich festgestellt, daß der vereidigte Makler, um dem Verkehr zu Hilfe zu kommen, um dem Bankier entgegenzukommen, seien es wirklich nur die Spitzen, aber auch das ganze Geschäft in dem Moment, in dem vielleicht ein Geschäft einen Augenblick zu spät zur Meldung kommt, noch übernehmen muß, daß der Makler keinen Anstand daran nehmen kann, das Geschäft zu machen, weil natürlicher Weise die Konkurrenzverhältnisse der Börse darauf hinwirken, daß Jeder möglichst bestrebt ist, sich seine Kundschaft zu erhalten, und der Eine nie weiß, was der Andere thut. In dem Moment, in dem der eine Makler ablehnt, einen solchen Restbetrag zu behalten, tritt sofort der Konkurrent in die Schranken und sagt: ich werde das doch nehmen, theils weil er die Ordre so hat, daß er es noch verwenden kann, theils um auf diesem Wege Konkurrenz zu machen, so daß immerhin eine gewisse Zwangslage für jeden Makler geschaffen ist, in einem solchen Falle einzutreten. Es ist jedenfalls für die Betheiligten wünschenswerth und erstrebenswerth, daß sie auf gesetzlichem Boden stehen und nicht durch gesetzliche Fesseln an der Ausübung ihrer Thätigkeit eigentlich vollständig gehindert sind. Es könnte ja vielleicht, wenn die Abschaffung dieser Beschränkung beliebt und beschlossen wird, darin ein Hilfsmittel gefunden werden, daß die Uebernahme und der Eintritt in das Geschäft selbst von der Zustimmung des Auftrag gebenden Bankiers abhängig gemacht und es dem Makler verboten würde, ehe er sich der Zustimmung des Auftrag gebenden Bankiers vergewissert hätte, daß er als Selbstkontrahent einen Theil der Ordre zur Ausführung bringt, die im anderen Falle mit einem größeren Kursdruck oder einer Steigerung des Kurses verbunden wäre.

Vorsitzender: Der Andere würde sich den Makler nicht als Gegenkontrahenten gefallen zu lassen brauchen, das entspricht dem jetzigen Zustande.

Sachv. **Lehmann:** Es wäre verschieden durch das Strohmännerwesen, daß der Makler an einen ihm Befreundeten die Aufgabe macht und dem Bankier nicht in die Erscheinung tritt, daß er Selbstkontrahent gewesen ist. Ich glaube, wenn eine derartige Bestimmung getroffen würde, daß sie mit Freuden ergriffen werden würde, um sich die legale Existenz für das Geschäft dadurch zu wahren, daß man sich des Einverständnisses versichert. Unbenommen wird es immer sein, daß, wenn eine solche Bestimmung sich wirklich als eine Beschränkung des Verkehrs herausstellen sollte, die jetzige Beschränkung einfach und pure aufgehoben wird.

Vorsitzender: Die übrigen Beschränkungen des Artikels 69 des Handelsgesetzbuchs würden Sie aber aufrecht erhalten, namentlich, daß der Makler von Abwesenden keine Aufträge übernehmen, daß er keine Gehilfen halten darf u. s. w.?

Sachv. **Lehmann:** Was die Aufträge von Privaten oder Abwesenden betrifft, so glaube ich, daß in der Hauptsache seitens der beeidigten Makler danach gehandelt wird.

Vorsitzender: Es wurde bei uns in Preußen im Jahre 1865 eine Abänderung in dieser Beziehung angeregt; ein solcher Gesetzentwurf hat dem Abgeordnetenhause vorgelegen, ist aber

abgelehnt worden; für Schiffsmakler hat man gewünscht, daß die Annahme von Aufträgen Abwesender erleichtert würde.

Sachv. **Lehmann:** Ich meine, daß hierfür eigentlich das Bedürfniß der betreffenden Kreise maßgebend sein sollte; ich meine nicht das Bedürfniß der vereidigten Makler, dies würde in diesem Falle nicht mitzusprechen haben. Ich glaube, daß das solide Geschäft das Bedürfniß empfindet, und daß es im Interesse jedes Kapital anlegenden oder Effekten verkaufenden Privatmannes selbst gelegen ist, daß bei sonst ganz soliden Papieren, die eine Kursschwankung eigentlich nicht nöthig haben, an dem betreffenden Tage nicht dadurch nur Kursschwankungen herbeigeführt worden, daß der Makler einen Minimalrestbetrag nicht mehr zum eigentlichen Kurse, zu dem die größeren Summen verschleißt worden sind, zu placiren in der Lage ist und deshalb 1000 oder 2000 Mark vierprozentige Konsols, von denen er genau weiß, daß er morgen einen Käufer findet, heute placiren will und muß, sei es auch dadurch nur, daß er auf das nächste im Buch stehende Limit zurückgeht.

Vorsitzender: Sie glauben, daß ein richtigerer Kurs herauskommt, wenn der Makler von dem Eintrittsrecht Gebrauch macht?

Sachv. **Lehmann:** Richtiger insofern, als der übergroße Theil der Aufträge zu einem höheren Kurs verschleißt worden wäre, wenn nicht der Minimalbetrag übrig geblieben wäre und den ganzen Kurs beeinflußt hätte.

Vorsitzender: Das ist einleuchtend. Glauben Sie, daß die übrigen Beschränkungen zur Reinhaltung des Instituts der vereidigten Makler beitragen?

Sachv. **Lehmann:** Es würde eigentlich eine Konkurrenz seitens der Makler im Gegensatz zum Bankier bedeuten, wenn er Ordres von Privaten oder der Börse Fernstehenden annehmen wollte.

Vorsitzender: Wird das Verbot, Gehilfen zu halten, nicht vielfach übertreten?

Sachv. **Lehmann:** Ich glaube, daß das auch ein Erforderniß des Geschäftes und des Umfangs des Geschäftes ist, das natürlicher Weise für den ganzen Zeitraum des Jahres, wollen wir sagen, doch maßgebend sein wird. Wenn das neue Jahr mit einem großen Geschäft beginnt, so ist nicht ausgeschlossen, daß innerhalb vier oder sechs Wochen das Geschäft so vollständig brach darnieder liegt, daß in solchem Falle von jeder Hilfe vollständig abgesehen werden könnte, der Makler ist aber im Allgemeinen verpflichtet, an seinem Platze zu sein, und er kann unter Umständen rein gar nichts dazu thun, schließlich einen Auftrag zur Ausführung zu bringen, und doch giebt es gewisse Kreise, die ein bestimmtes Interesse oder die Gelegenheit haben, Geld anzulegen, und von denen er überzeugt ist und weiß, daß sie immer flüssige Geldmittel haben, die sie gelegentlich auf einen Posten Konsols hinlegen wollen. Er könnte namentlich die Bankhäuser aufsuchen und ihnen sagen: so und so liegt das Geschäft heute.

Vorsitzender: Die Gehilfen an der Börse werden doch zu dem Zwecke genommen, daß sie sich unter dem übrigen Börsenpublikum bewegen, vorbereitende Schritte zu Geschäftsabschlüssen thun, aber nicht zu den eigentlichen Abschlüssen?

Sachv. **Lehmann:** Zu mechanischen Diensten.

Vorsitzender: Das ist nicht verboten; nur ihre Verwendung zu Abschlüssen ist verboten.

Sachv. **Lehmann:** Die amtliche Erledigung des Geschäfts wird der vereidigte Makler, soweit er nicht durch gesetzlichen Urlaub an der Ausübung verhindert und durch Bestellung eines amtlichen Vertreters vertreten ist, immer selbst machen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zunächst konstatiren, daß der Herr Sachverständige in Widerspruch, glaube ich, mit Aeußerungen anderer Sachverständigen es für möglich hält, eine Bestimmung dahin zu treffen, daß das Eintrittsrecht des Maklers von der Zustimmung des Auftraggebers in jedem einzelnen Falle abhängig gemacht wird, und daß er davon keine wesentliche Geschäftserschwerniß befürchtet. Es würde eine Reihe von Bedenken, die sonst gegen das Eintrittsrecht zu erheben sein möchten, beseitigt sein, wenn eine derartige Bestimmung praktisch durchführbar ist. Dann ist auch ein Vorschlag zur Diskussion gekommen, ob es nicht, um eine öffentliche Kontrole darüber stattfinden zu lassen, in welchem Umfange die Makler als Selbstkontrahenten einzutreten genöthigt sind, sich empfiehlt, unmittelbar vor der Kursnotirung die übrig gebliebenen Reste der Aufträge durch Ausruf oder Aushang bekannt zu machen und auf diese Weise dem Publikum Gelegenheit zu geben, die Spitzen zu dem im Uebrigen festzustellenden Kurse zu übernehmen. Ich weiß nicht, ob das praktisch durchführbar ist, daß der Makler vielleicht an eine Tafel anzuschreiben hätte: „10000 zu 106¾", und daß auf der einen Seite die Verkaufs-, auf der anderen Seite die Kaufsreste ständen. Das Publikum würde dann sehen, die Spitze beträgt noch 10000 zu 106¾; dann könnte ein Börsenbesucher kommen und sagen: Ich will den Rest übernehmen. Das könnte geschehen, um noch mehr zum Ausdruck zu bringen, daß der Makler nur im Nothfalle selbst eintreten soll.

Sachv. **Lehmann:** An der praktischen Durchführbarkeit dieses Vorschlages zweifle ich doch, und zwar aus dem einfachen Grunde, dieser Vorschlag würde durchführbar sein, wenn die betreffenden Papiere von einem Makler gehandelt würden, es sind in jeder Gruppe mindestens zwei, manchmal auch drei vereidigte Makler, die die betreffenden Papiere handeln, und es entzieht sich vollständig der Uebersicht jedes einzelnen der weiteren zwei oder drei Makler, ob und in welchem Umfange ein Ueberschuß vorhanden sein, und nach welcher Seite er sein wird, ob der Ueberschuß in einem Ueberwiegen des Angebots in die Erscheinung tritt, oder aber ein Ueberwiegen der Nachfrage an dem betreffenden Tage sein wird, denn jeder Makler kann nur den Kurs nach seinem Buch beurtheilen. Das Anschreiben von Kursschwankungen an die Tafel, das seitens unserer Herren Aeltesten schon eingeführt ist, erstreckt sich auf größere Schwankungen. Wir würden uns vor der Kursfeststellung immer verständigen müssen, was wiederum Zeit in Anspruch nehmen und von dem eigentlichen Geschäfte uns abhalten würde, wenn wir schon vorher darüber klar werden wollten: wie viel brauchst du, und wie viel hast du verkäuflich, und ergeben sich Spitzen?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dieses Bedenken erscheint mir, soweit ich es übersehe, unzutreffend, denn auch jetzt geschieht es, daß man die Spitzen gewissermaßen ausbietet. Wenn der Makler es nicht thun würde, so würde er in ganz beliebigen Quantitäten als Selbstkontrahent auftreten können; er muß es zur Kenntniß des Publikums bringen, daß er Aufträge in bestimmter Höhe hat. Wenn es sich um ein Gremium von zwei oder drei Maklern handelt, ist die Verständigung im Augenblicke geschehen; festzustellen, was, wie viel und zu welchem Kurse der eine Makler abzugeben hat, ist sehr schnell gemacht; eine derartige Verständigung ist auch jetzt vor der Kursfeststellung nöthig. Ich glaube, Sie haben gestern selbst gesagt, daß die Reste ausgerufen werden, und daß das Privatpublikum somit Gelegenheit hat, auf den Kurs einzuwirken. Wenn Sie kein anderes Bedenken haben, — dieses hat mich nicht überzeugt.

Sachv. **Lehmann:** Ich glaube doch, daß Sie mit Verhältnissen rechnen, die vielleicht augenblicklich eine derartige Bestimmung durchgehen ließen, daß in Zeiten des wirklich

lebhaften Geschäfts es aber absolut unmöglich sein würde. Herr Geheimrath Frentzel oder Herr Kommerzienrath Mendelssohn wird beistimmen, daß dies eine Belastung des Maklers und eine Behinderung in dem Geschäft wäre, die in Zeiten des lebhaften Geschäfts absolut undurchführbar wäre.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn Sie nicht feststellen, welche Spitzen Sie haben, so ist gar keine Kontrole vorhanden, in welchem Umfang eigene Geschäfte abgeschlossen werden.

Sachv. **Lehmann:** Herr Geheimrath, die Spitzen stellen sich während des Festsetzens des Kurses des betreffenden Papieres heraus.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie haben gesagt, beim Kursmachen würde die ganze Korona angerufen, Sie riefen aus: ich habe noch 10 000 Mark zu 106 zu geben oder zu nehmen; auf diese Weise rufen Sie jetzt auch schon das Publikum gewissermaßen an, die Spitzen zu übernehmen.

Sachv. **Lehmann:** Das fällt in die Zeit, in der der Kurs festgesetzt wird. Indem der Kurs festgesetzt wird und indem er um 20 oder 30 Pfennig variirt, tritt in die Erscheinung und wird dem betreffenden Makler offenkundig, daß er eigentlich bis zu dem Kursmachen Käufer ist, er hat vorher keine Klarheit, daß ein Ueberfluß an Waare ist. Es sagt der Kollege: ich gebe noch, ich gebe noch dazu, noch niedriger, die Umstehenden hören das und können nach Belieben eintreten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es kommt immer ein Zeitpunkt, an dem Sie abschließen; es ergiebt sich für Sie ein Saldo, Sie haben noch Verkaufsaufträge von 10 000 oder 15 000 Mark, für welche Sie keinen Käufer haben, so macht es keine Mühe — es braucht nicht an der Tafel angeschrieben zu werden —, wenn dieser Rest ausgerufen würde; es geschieht dies ja immer sehr schleunig und ohne Form, es weiß aber Jeder, was darunter zu verstehen ist. Wenn unmittelbar nach der Feststellung ausgerufen würde: habe 10 000 zu 106 zu geben, so brauchten Sie dazu eine halbe oder eine viertel Minute, wenn keiner sich meldet, wären Sie berechtigt, als Selbstkontrahent einzutreten.

Sachv. **Lehmann:** In diesem Falle findet es eigentlich auch statt. Es liegt nicht jedem vereideten Makler daran, jede Ordre zu übernehmen, die nicht zur Ausführung kommen kann, ich kann für meine Person behaupten, daß ich auf das Aeußerste glatt zu kommen suche, daß ich sage: hier ist das noch, will es Jemand nehmen? Geschieht es nicht, so könnte man als Auskunftsmittel betrachten, daß der vereidete Makler dem Auftraggeber sagt: ich will die Ordre ausführen, wenn du einverstanden bist, daß ich für eigene Rechnung übernehme.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dieser Vorschlag richtet sich nicht gegen die Geschäftsthätigkeit derjenigen Makler, die sich wirklich bemühen, Alles los zu werden, sondern bezweckt, den Ausschreitungen vorzubeugen, die andere sich zu Schulden kommen lassen, die sich nicht bemühen, glatt zu kommen, sondern die glauben, sie würden etwas an dem Kurse verdienen und die demgemäß Geschäfte für eigene Rechnung machen, und vielleicht mit Rücksicht darauf, daß sie in erheblichem Umfange Selbstkontrahenten sind, die Preisbestimmung beeinflussen. Namentlich wenn Sie sagen, es geschieht schon privatim so, wie ich angeregt, so wäre kein wesentliches Bedenken gegen die obligatorische Einführung einer solchen Verpflichtung.

Sie sagten, Sie wären nicht dafür, die Bestimmung aufzuheben, daß die Makler von Abwesenden Aufträge annehmen dürfen. Sie führten, und ganz mit Recht, aus, bei der Entscheidung dieser Frage könne das Interesse des Maklers nicht maßgebend sein. Ich glaube mit Ihnen, es muß das Interesse des Publikums maßgebend sein. Es hat aber das Publikum

an der Beseitigung dieser Bestimmung ein Interesse, namentlich wenn es sich um Aufträge von auswärtigen Bankiers handelt. Wenn jetzt Jemand in Ostpreußen wohnt und dem dortigen Bankier einen Auftrag giebt, muß er doppelte Provision bezahlen. Ich kann es verstehen, wenn Sie sagen, Sie wollen den Bankier nicht vollständig eliminiren, weil er der Rathgeber für das Publikum ist und sich dadurch diese Provision bezahlt macht, aber der Königsberger Bankier weiß auch genau, welcher Makler seine Aufträge am besten ausführt; weshalb soll er nicht Aufträge an den hiesigen Makler geben können; welches Interesse des großen Publikums wird dadurch verletzt, wenn diese Bestimmuug aufgehoben wird?

Sachv. **Lehmann:** Ich meine nicht einmal, daß das Interesse des Publikums verletzt würde; im Gegentheil, es könnte unter Umständen gefördert werden. Aber wohin sollte das führen, wenn, abgesehen vou dein rechtlichen Denken eines Maklers, dieser dem Bankier, also demjenigen, der ihm eigentlich die Aufträge seinerseits giebt, Konkurrenz machen wollte?

Es würde dahin führen, daß jeder vereidete Makler ein Bank- und Wechselgeschäft mit kolossalen Kosten und sachkundigem Personal zu erhalten verbunden wäre, denn er würde in die Lage kommen, für den Königsberger Bankier Pfandbriefe oder Konsols abnehmen zu müssen. Er müßte Jemanden haben, der genau damit Bescheid weiß, der in Ruhe die Kursrechnungen prüft. Wovon sollte der vereidete Makler das bezahlen? Die Einkünfte eines vereideten Maklers, namentlich in der stillen Zeit, sind oft nicht sehr groß, sie sind bei vielen der Herren so minimal, daß sie zeitweise nicht ausreichen, um sie eigentlich über Wasser zu halten. Das wäre meines Erachtens ein Bedenken, das ganz allein schon dagegen spricht. Es würde sich jeder vereidete Makler dafür bedanken.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Hier handelt es sich eigentlich um ein gewisses Zwangsrecht, das eingeführt ist; ob der betreffende Baukier es in seinem Interesse liegend erachtet, die Mitwirkung des Maklers direkt in Anspruch zu nehmen, ist seine Sache. Es kann sich ja auch um den Verkauf von preußischen Konsols handeln, dann würde der Makler kein großes Bureau brauchen. Es ist hier ein Zwangsrecht, welches durch die Gesetzgebung stipulirt wird: du kannst keine anderen Aufträge annehmen, als von Mitgliedern der hiesigen Börse. Ist der Mann z. B. Charlottenburger, so können Sie noch seine Aufträge annehmen, weil Charlottenburg zur Korporation gehört, aber es kann ein Potsdamer Bankier sein, der alle Tage nach Berlin kommt, dann sind Sie nicht berechtigt, Aufträge von ihm entgegenzunehmen. Ist es nicht konsequent, daß, wenn man sich auf einen freieren Standpunkt stellt, man diese Bestimmung auch aufheben muß? Ob Jemand davon Gebrauch machen will, ist seine Sache.

Sachv. **Lehmann:** Es liegt nicht weiter im Interesse des Maklers, sich dem direkt zu widersetzen, aber ich glaube, es würde dem Makler unbenommen bleiben, wie jedem anderen Kaufmanu, einen Kunden von auswärts abzuweisen; es würde für mich kein Zwang existiren, für den Königsberger Bankier Kauf- oder Verkaufsaufträge vorzunehmen.

Der Fall, den Herr Geheimrath Gamp für Konsols anführte, ist, als Verkauf betrachtet, mit viel weniger Mühe und Sorgfalt auszuführen. Aber beim Verknuf müßte ich als vereidigter Makler dann das nöthige Baargeld zur Zahlung bereit halten, um 100 000 Mark dem Königsberger Bankier im Moment per Kasse abzunehmen, wenn die Gelder zur rechten Zeit nicht eintreffen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich will ein direktes Benehmen nicht befürworten. Ich will nur feststellen, welche Gründe dafür sprechen, das Verbot aufzuheben, und ob das nicht lediglich Rücksichten auf die Kommissionshäuser des Platzes sind.

Sachv. **Lehmann:** Ich meine, Rücksichten der praktischen Undurchführbarkeit.

Vorsitzender: Die Gründe sind bekannt. Das Handelsgesetzbuch ist davon ausgegangen, daß der Makler zum Kommissionär, auch zum Spekulanten werden würde, während man seine Stellung rein erhalten wollte.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn man so weit geht, daß man dem Makler gestattet, für eigene Rechnung Geschäfte zu machen, könnte man auch hier weiter gehen.

Sachv. **Lehmann:** Es geschieht nur im Nothfalle, um Spitzen zu übernehmen u. s. w.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** In Hamburg sind die Makler vollständig frei, sie können in beliebigem Umfange Geschäfte für eigene Rechnung machen.

Vorsitzender: Sie verlieren dadurch vollständig die Vermittlerstellung; Kommissionär und Makler werden dann vollständig vermischt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es ist das Wort bereits gestreift worden, nach dem ich fragen will. Nach meiner Meinung steht nämlich dem Zwangsrecht des Maklers auch eine Zwangspflicht gegenüber. Er ist heute nicht in der Lage, einen ihm an der Börse gegebenen Auftrag zurückzuweisen. Er wird ihn nur zurückweisen können, wenn er behaupten kann: diese Persönlichkeit kann ich einem Anderen nicht als Aufgabe machen; abgesehen von einem solchen Grunde aber steht als erstes Prinzip fest, er hat die Aufträge von allen an der Börse legitimirten Personen anzunehmen. Sowie man die Sache ausdehnt, würde ja in Frage kommen: hat er auch die Verpflichtung, den Auftrag jedes Anderen anzunehmen? Diese Frage würde man, wie ich glaube, verneinen müssen. Sie ist hier auch sofort als gänzlich unmöglich verneint worden, denn damit würde man die ganze Stellung des Maklers verrücken, und da bitte ich in Betracht zu ziehen, daß dem Zwangsrecht in der That eine Zwangspflicht gegenüber steht in einer gewissen Ausübung eines öffentlichen Amtes. Der vereidete Makler ist nicht ein öffentlicher Beamter, aber er ist in der That genöthigt, die Aufträge entgegenzunehmen, vorausgesetzt, daß er nicht einen genügenden Grund der Hinderung beibringen kann. Das würde in anderen Fällen nicht zutreffen.

Graf **von Kanitz:** Ich wollte nur den Begriff klarstellen, was unter Abwesenden in Nummer 6 des Artikels 69 zu verstehen ist. Wenn ich die Aeußerung des Herrn Geheimraths Gamp richtig aufgefaßt habe, so hat er gesagt, ein Potsdamer Bankier würde, wenn er auch täglicher Börsenbesucher wäre, unter Nummer 6 des Artikels 69 fallen. Dem gegenüber möchte ich bemerken, daß nach dem Protokoll zu dem Handelsgesetzbuch es gleichgiltig ist, ob der anwesende Auftraggeber ein Einheimischer oder Auswärtiger ist.

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: So habe ich es nicht gesagt.)

Ich habe es nicht anders verstehen können.

Vorsitzender: Was unter den nicht an der Börse Anwesenden zu verstehen ist, ist ganz klar. Wo sie wohnen, ist gleichgiltig.

Graf **von Arnim:** Ich möchte an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, ob nicht der Vorschlag des Herrn Geheimraths Gamp dazu führen würde, die Neigung des vereideten Maklers zu vergrößern — was wir nicht wollen —, daß er auf eigene Rechnung zu viel Geschäfte macht und spekulirt; ich möchte fragen, ob diese Versuchung nicht noch vermehrt würde. Wenn der Makler Aufträge direkt bekommt,

so entzieht sich seine Thätigkeit noch mehr der öffentlichen Kontrole, als wenn es bei dem jetzigen Zustande bleibt. Dagegen muß ich den Vorschlag des Herrn Geheimraths Gamp, die Spitzen zu notiren, doch für sehr berücksichtigenswerth erachten. Er würde nach meiner Ansicht auch durchführbar sein und den Mißstand beseitigen, daß die sogenannten Spitzen, die der Makler übernimmt, oft größer sind, als die sich kompensirenden Aufträge.

Wenn der Herr Sachverständige gesagt hat, daß die Makler schon deshalb genöthigt seien, hin und wieder Geschäfte zu übernehmen, weil zuweilen die Meldung des betreffenden Kauf- oder Verkaufsauftrages zu spät käme, und es unbillig erscheinen würde, einen solchen Auftrag nicht mehr in Empfang zu nehmen, so frage ich, ob nicht dadurch, daß, wie uns mitgetheilt worden ist, nach 2 Uhr noch eine Zeit lang gehandelt wird, verspätete Meldungen angenommen werden können, ohne daß der Makler verpflichtet ist, selbst einzutreten.

Außerdem möchte ich direkt an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, ob wirklich der Maklerstand ein so bedrückter ist, ob thatsächlich die Herren ein so wenig lukratives Geschäft machen, wie der Herr Sachverständige ausgesprochen hat. Ich will auf Details nicht eingehen, aber im Allgemeinen hört man doch, daß diejenigen, welche einige Jahre als Makler fungiren, weil sie Gelegenheit haben mit außerordentlich günstigen Chancen und unter Benutzung der Hausse- resp. Baissेströmung, die sie kennen, zu spekuliren, einen sehr erheblichen, ihren allerdings großen Mühen entsprechenden Gewinn sich zu verschaffen wissen.

Sachv. **Lehmann:** Wenn der Herr Graf gestatten will, daß ich auf den letzten Punkt zuerst antworte, so möchte ich allerdings meine Behauptung, daß das Amt oder die Stellung eines vereidigten Maklers nicht eine so übermäßig lukrative ist, aufrecht erhalten. All die Kreise, welche die vereidigten Makler in ihrer Totalität kennen, werden auch gelegentlich davon gehört haben, daß arge Nothstände geradezu unter den vereidigten Maklern und zwar nicht ganz vereinzelt, sondern recht häufig herrschen. Ob dies vielleicht selbst verschuldet ist, oder vielleicht dadurch herbeigeführt, daß einzelne von den Herren, als sie vereidigte Makler wurden, in Verhältnissen gewesen sind, daß es ihnen bei andauernd stillem Geschäft nicht möglich war, ihre Verhältnisse so aufzubessern, kann ich unerörtert lassen und will es auch nicht entscheiden. Im Uebrigen mag der Wunsch der Spekulation vielleicht mit der Luft verbunden sein, in der sie sich bewegen; ich will die Kollegen und den Stand im Allgemeinen ja nicht unter allen Umständen davon freisprechen, es wird, wie in jedem Stande, so auch in diesem Stande immer Existenzen geben, die nicht als Exempel hinzustellen sind. Im Allgemeinen hat sich aber für die Börse als Erfahrung erwiesen, daß die vereideten Makler, selbst wenn sie oder vielleicht gerade dann, wenn sie viel spekulirt haben, keine großen Reichthümer erworben haben, im Gegentheil, es sind verschiedene von den Herren aus dem Leben gegangen, und man hat geglaubt, Wunder welch Vermögen sie hinterließen, und alle Welt, namentlich die Börse, hat mit dem Kopf geschüttelt und hat gesagt: wie ist es möglich, daß der Mann nicht mehr hinterlassen hat! Es waren Leute soliden Charakters, die nicht durch einen übermäßigen Hausstand als Verschwender und Vergeuder gegolten haben. Es kann dennoch nicht ein mit dem Anrecht auf Millionen verbundener Moment sein, wenn man den immerhin auch von mir als ein Glück gehaltenen Augenblick erreicht, daß man zum vereidigten Makler ernannt wird. Die Spekulation als solche ist nicht nothwendig damit verbunden, auch nicht mit den Wünschen der Betreffenden verbunden. Ich glaube, daß ich das wohl ganz ruhig behaupten kann: diejenigen, die es zu einem größeren Vermögen gebracht haben, haben es gerade in Folge ihrer Solidität, in Folge der Solidität ihrer Ansichten und namentlich der Rechtschaffenheit ihrer Handlungsweise an der

Börse dazu gebracht. Wenn auch da einzelne Ausnahmen vielleicht zulässig sind, so würde das die Regel nur beweisen. Wegen der verspäteten Meldungen, Herr Graf, ist von mir nicht gemeint worden, daß es ein Unrecht wäre, den betreffenden Herren ausfallen zu lassen oder nicht mehr zu berücksichtigen, sondern ich habe es in der Weise gemeint, daß man doch gelegentlich dem Drucke nachgiebt, der seitens des betreffenden Angestellten geübt wird, denn jeder junge Mann im Bankgeschäft sucht natürlicherweise die Ordre, die er bekommen hat, zur Ausführung zu bringen und dies dadurch oft zu erreichen, daß er auf den Makler mit Bitten und Redensarten einstürmt und sagt: das können Sie wohl noch gebrauchen. Auf diese Weise wird so manches Geschäft aus Gutmüthigkeit noch zu Stande kommen, denn es wird der Makler nicht immer aus wirklicher Lust und Ueberzeugung handeln, wenn er in einem solchen Fall in das Geschäft noch eintritt und es übernimmt. Ich meine, weil das doch eigentlich durch den Geschäftsumfang sich herausgebildet hat und als Nothwendigkeit sich herausgebildet hat, ginge mein Wunsch dahin, daß vielleicht die gesetzliche Bestimmung aufgehoben würde.

Vorsitzender: Es ist vorhin als praktische Anregung von Ihrer Seite aufgefaßt worden, daß dieses Selbsteintreten von der Zustimmung des betreffenden Auftraggebers abhängig gemacht werde. Ich meine, daß dies keine Umänderung gegen über dem jetzigen Zustand ist; denn wenn ich Jemandem einen Auftrag gebe, so geht der Auftrag nicht dahin, das Geschäft mit ihm selbst zu machen; das würde gegen das Wesen des Auftrages verstoßen, wenn ich ihn nicht als Selbstkontrahenten haben will, so brauche ich es nur zu sagen. Die Gesetzgebung würde sich nicht ändern.

Sachv. **Lehmann:** Ich meine doch insoweit eine Aenderung auszusprechen, als in der wirklichen Praxis jetzt eigentlich eine gewisse Bewilligung ausgesprochen liegt.

Vorsitzender: Man erhebt thatsächlich keinen Widerspruch, weil man den Makler als Vertrauensperson ansieht; man könnte es aber.

Sachv. **Lehmann:** Ich meine, daß der Unterschied darin liegt, daß das, was vielleicht heute geschieht, dann auf gesetzlichem Boden stände.

Vorsitzender: Es steht schon jetzt, in zivilrechtlichem Sinne wenigstens, auf gesetzlichem Boden.

Sachv. **Lehmann:** Ich denke, daß Artikel 69 des Handelsgesetzbuches dem widerspricht.

Vorsitzender: Das ist das Verbot; wo dies aber thatsächlich übertreten wird, ist das Geschäft für den Makler verbindlich und bedarf nur der Zustimmung des Auftraggebers. Sie wollen jedoch die Bestimmung aufheben, wonach es überhaupt verboten ist, selbst einzutreten. Das ist wichtig, denn das legalisirt, was thatsächlich jetzt oft geschieht. Das Verbot wird ja auch oft durch Strohmänner umgangen. Die Makler fürchten sich vor den kräftigen Strafbestimmungen, den hohen Geldstrafen, die angedroht sind. Es sollen indessen einzelne Prozeduren wegen Uebertretung des Verbots geschwebt haben.

Sachv. **Lehmann:** Es sollen einzelne Fälle vorgekommen sein, in denen das Gericht eine Strafe nicht ausgesprochen hat, wenn die Uebertretung zur Kognition gekommen war.

Vorsitzender: Wenn ein ganz klarer Fall dem Gerichte vorgelegen hätte, würde es genöthigt gewesen sein, eine Strafe auszusprechen. Die Sache muß anders gelegen haben.

Sachv. **Lehmann:** Es kann in der Form der Klage gelegen haben, daß sie nicht direkt als Strafantrag gedacht war, daß aber im Laufe des Prozesses der Richter zu der

Ueberzeugung gekommen ist, daß der vereidete Makler selbst eingetreten ist, und dennoch eine Strafe nicht verfügt worden ist. In anderen Fällen sind allerdings Strafen verfügt worden.

Vorsitzender: Wahrscheinlich hat man angenommen, daß der Strohmann kein eigentlicher Strohmann war, sondern immerhin ein selbstverpflichteter Bankier, und hat gesagt: es ist keine Umgehung. Man müßte solche Fälle näher kennen, um sie zu beurtheilen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Es liegt mir daran, daß der Herr Sachverständige sich in positiver Form auf das äußere, was Herr Geheimrath Gamp vorgeschlagen hat, und worauf er schließlich geschwiegen hat, ohne sich überhaupt zu äußern. Herr Geheimrath Gamp fragte, ob es zweckmäßig wäre, daß die Spitzen, welche bisher seitens der Makler übernommen worden sind, zuerst noch anderweit angeboten werden, um zu eruiren, ob Jemand anders als der Makler sie übernehmen will. Darauf sagte der Herr Sachverständige, dies würde zu zeitraubend sein. Mir scheint das, was Herr Geheimrath Gamp will, nicht zeitraubender, als das bisherige Verfahren. Nach dem jetzigen Modus müssen Sie mit zwei oder drei Kollegen zusammentreten, müssen abstimmen, und es stellt sich die sogenannte Spitze heraus. Zur Ausführung des Vorschlags des Herrn Geheimrath Gamp brauchte ein neues Ermittlungsverfahren nicht eingeschlagen zu werden, sondern Sie blieben genau bei dem jetzigen Verfahren, Sie stimmen ab, es stellt sich die Spitze heraus, die Spitze soll nur anderweitig angeboten werden, das braucht also auf die Kursfeststellung selbst gar keinen Einfluß zu üben, es bleibt Alles, wie es ist, nur der Makler soll, anstatt daß er die Spitze für sich behält, sie anderweitig anbieten. Meine Frage geht präzis dahin: würden Sie gegen einen solchen Vorschlag etwas einzuwenden haben? Sie haben geschwiegen, aber ich möchte Ihre Meinung gern hören.

Sachv. **Lehmann:** Dieses Schweigen ist unabsichtlich gewesen. Ich habe Herrn Geheimrath Gamp jedenfalls anders verstanden und glaube, die Frage war auch so gestellt, worauf ich geantwortet habe, ob es nicht möglich wäre, bevor der Kurs festgesetzt würde, diese Spitzen auszubieten.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Nein, nicht bevor.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Die Kurse werden doch auf Grund von Notizen festgesetzt; die Buchung findet thatsächlich statt, und erst nachher sollen etwaige Spitzen ausgeboten werden. Herr Kommerzienrath Mendelssohn hat ganz richtig hervorgehoben, daß daraus keine Zeitvergeudung entstehen kann oder muß.

Sachv. **Lehmann:** In der Form, wie es Herr Kommerzienrath Mendelssohn sagte, würde ich kein Bedenken haben. Ich widersprach und begründete die Unausführbarkeit durch die kurze Zeit, weil ich eben annahm, es sollte eigentlich vor der jetzigen Operation der vereideten Makler zur Festsetzung der Kurse ein Aussprechen stattfinden, ob sich Spitzen ergeben werden, und das sollte schon im Voraus bekannt gegeben werden, damit wir nicht beim Kursmachen in die Lage kämen, Spitzen zu haben. In der Weise, wie Herr Kommerzienrath Mendelssohn es sagt, nachdem wir die Kurse gemacht und gesehen haben, es bleiben Restbeträge, wüßte ich nichts dagegen einzuwenden, diese Restbeträge an einer Tafel bekannt zu geben.

Vorsitzender: Wollen Sie das Selbsteintrittsrecht auf die Spitzen beschränken? Sie haben vorhin, glaube ich, noch andere Fälle angeführt.

Sachv. **Lehmann:** Ich stehe auf dem Standpunkte, daß dieses Recht überhaupt eingeführt werden soll, und zwar, weil im Ultimoverkehr es schon dadurch geboten erscheint, daß die verschiedenen Aufgaben nicht zu einander passen.

Vorsitzender: Man könnte bestimmen, daß jeder Makler das Selbsteintrittsrecht habe, sobald er die Engagements vergeblich ausgeboten hat?

Sachv. **Lehmann:** Das ist in der Zeit des lebhaften Geschäfts nicht durchführbar.

Vorsitzender: Das halten Sie nicht für durchführbar?

Sachv. **Lehmann:** Das ist unmöglich.

Vorsitzender: Indessen würde man so den Zeitpunkt genau konstatiren, in dem ein Makler von dem Rechte des Selbsteintritts Gebrauch macht.

Sachv. **Lehmann:** Das läßt sich praktisch nicht durchführen, wir sind sehr gedrängt in der kurzen Zeit, in der die ganze Manipulation vor sich gehen soll; um 2 Uhr sollen wir in dem Zimmer sein und die Kurse anfagen.

Vorsitzender: Sie glauben, man müsse sich auf die gewissenhafte Erwägung des Maklers verlassen? Die disziplinarische Ahndung würde dem Publikum Schutz bieten?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Herr Graf Arnim hat den Herrn Sachverständigen darauf hingewiesen, daß nach 2 Uhr noch gehandelt würde, daß es daher für die Makler nicht so schlimm wäre, wenn die späten Anmeldungen erfolgten. Ich möchte den Herrn Sachverständigen doch fragen, ob man hier nicht einen Unterschied machen muß zwischen dem Ultimomarkt und dem Kassamarkt. Nach 2 Uhr wird auf dem Ultimomarkt noch gehandelt und der Makler hat Gelegenheit, was nach 2 Uhr aufgegeben wird, zu festzustellenden Kursen zu handeln, im Kassageschäft werden die Kurse aber vor 2 Uhr definitiv festgestellt, so daß, was dann noch kommt, verspätet ist.

Sachv. **Lehmann:** Es ist verspätet, es kommt nicht zur Ausführung oder nur auf dem Wege, daß der Makler sagt: wenn es nicht anders ist, will ich es übernehmen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte dem Mißverständniß entgegentreten, als ob ich nicht die vermittelnde Thätigkeit des vereidigten Maklers so rein wie möglich aufrecht erhalten wollte. Im Gegentheil, ich stehe ganz auf dem Standpunkt, ihn möglichst auf die vermittelnde Thätigkeit zu beschränken. Die Frage, ob es nicht konsequent und eventuell zweckmäßig wäre, die Bestimmung bezüglich der Annahme von Aufträgen von Abwesenden aufzuheben, bezog sich nur auf den Fall, daß, wie es ja in einzelnen Orten der Fall ist, das Institut der vereidigten Makler an sich schon durch die Gesetzgebung beseitigt und somit der Unterschied zwischen vermittelnden Maklern und Kommissionären aufgehoben ist. Lediglich hieran knüpfte ich die Frage, ob nicht in solchen Fällen, in denen die Gesetzgebung an sich den Maklern das Recht des Abschlusses von Geschäften für eigene Rechnung in vollem Umfange gewährt, und sie also an sich schon zu Kommissionären in gewissem Umfange macht, es konsequent wäre, ihnen auch die Befugniß beizulegen, von Abwesenden Aufträge anzunehmen; denn dies nicht zu gestatten, halte ich alsdann für eine einseitige Interessenpolitik, während ich in denjenigen Fällen, in denen die Makler im Allgemeinen auf die vermittelnde Thätigkeit beschränkt sind und bleiben sollen, selbstverständlich eine solche Bestimmung für absolut berechtigt halte. Was das Mißverständniß des Herrn Grafen Kanitz anlangt, so habe ich selbstverständlich diejenigen auswärtigen Personen, welche die Börse zu besuchen berechtigt sind, nicht gemeint; diese können schon jetzt Aufträge geben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist eine der letzten Bemerkungen, welche mich veranlaßt, auf einen Punkt einzugehen, über den der jetzt zu vernehmende Sachverständige keine

prinzipielle Auskunft wird geben können; ich möchte ihn geltend machen, damit er eventuell von einem der anderen Herren Sachverständigen beantwortet werde. Ich finde, daß in Betreff eines gewissen allgemeinen Gesichtspunktes durch die Sachverständigen noch nicht eine erschöpfende Aeußerung stattgefunden hat. Auf dem achtzehnten Juristentag ist, nicht ohne daß es die Logik für sich hat, gesagt worden: der siebente Titel des Handelsgesetzbuchs macht privilegirte Makler, diese privilegirten Makler stehen unter der Voraussetzung, daß sie dem eigentlichen Geschäftsleben fern stehen; nun wird dargelegt: das ist unmöglich, dann ist die Konsequenz die: das Institut ist überhaupt zu beseitigen. Für die Nichtbeseitigung plaidirt die Berliner Kaufmannschaft, aber mehr aus Gründen, die eigentlich nicht im Handelsgesetzbuch stehen und die nicht die Privilegien berühren, welche das Handelsgesetzbuch neben oder gegenüber den Beschränkungen bietet. Die Kaufmannschaft spricht immer von der Nothwendigkeit von Personen für die Kursnotirung, und zwar bei dem Einheitskurse. Warum giebt die Berliner Kaufmannschaft nicht zu, daß der ganze siebente Titel aufgehoben wird — das ist die natürlichste Konsequenz — und sagt: bezüglich der Personen, welche die Kurse notiren, behalte ich mir eine Maklerordnung vor, ich werde Makler zu dem betreffenden Zweck ernennen, und diesen lege ich disziplinarisch gewisse Verpflichtungen auf? Ich fasse die Meinung, die mir seitens der Kaufmannschaft entgegentritt, dahin auf: wenn auch die Kursnotiz im Handelsgesetzbuch nicht steht, so will ich doch privilegirte Vermittler haben, um an den privilegirten Vermittler gewisse Aufgaben hängen zu können, und zwar will ich privilegirte Vermittler haben, die gegenüber dem Privilegium auch gewisse Lasten haben, das Vermittlungsgeschäft rein zu betreiben. Als solche Last ist gedacht Artikel 69 Nummer 6. Nun giebt es aber bei der Sache drei Standpunkte, die man haben kann, und diese werden auch für die formelle Erledigung der Sache von sehr großer Bedeutung sein, ob man vorzuschlagen hätte, den ganzen Abschnitt zu streichen, ob man vorzuschlagen hätte, ihn nach gewisser Richtung zu entleeren, ob man vorzuschlagen hätte, ihn nach anderer Richtung wieder voll zu füllen. Also einmal der Standpunkt: der Abschnitt soll bestehen bleiben, wir wollen die privilegirten Vermittler haben, diese Vermittler sollen möglichst rein das Vermittlungsgeschäft betreiben; zweiter Standpunkt: wir wollen den ganzen Abschnitt aufheben, allein lediglich den betreffenden Börsenordnungen vorbehalten, für die den Kurs notirenden Makler besondere Bestimmungen zu treffen; und dritter Standpunkt: wir wollen überhaupt den Abschnitt unter betreffender Modifikation ausdehnen auf alle Vermittler, auf alle diejenigen Vermittler, die das Recht haben sollen, an der Börse zu vermitteln. Der letzte Vorschlag wäre derjenige Vorschlag, der heute von Herrn Professor Schmoller zuletzt geltend gemacht worden ist. Ich möchte die Herren bitten, wenn es möglich wäre, sich darüber zu äußern: warum wollen Sie den Abschnitt aufrecht erhalten wissen mit allen Privilegien, die er enthält, statt einfach zu sagen: uns interessirt eigentlich nur eine besondere Sicherheit der Kursnotirung, und für diese Kursnotirung behalten wir uns die Entscheidung durch die betreffende Börsenordnung vor? Und die zweite Frage: warum wollen Sie eventuell den Abschnitt, entsprechend modifizirt, oder statt dessen entsprechende disziplinarische Bestimmungen nicht angewendet wissen auf alle Vermittler, die an der Börse vermitteln, mit dem Präjudiz, daß solche Geschäfte, die nicht an der Börse vermittelt sind, wie bereits geltend gemacht worden ist, börsenmäßig nicht in Betracht kommen?

Sachv. **Lehmann:** Ich glaube, daß es eigentlich die Sache der Berliner Bankiers wäre, den Standpunkt zu wahren, weshalb sie die vereidigten Makler beibehalten haben wollen, denn ich spräche in diesem Falle eigentlich **pro domo.**

Vorsitzender: Die Juristen haben immer eine gewisse Neigung zur logischen Konsequenz; deshalb ist das Votum des

Juristentages sehr erklärlich. Derselbe Gegenstand ist hier in der Juristischen Gesellschaft diskutirt worden. Herr Justizrath Lesse hielt einen Vortrag, in dem er sich für Beseitigung des Instituts der vereideten Makler aussprach, und fast alle anderen Redner sprachen sich ähnlich aus; ich bin es ganz allein gewesen, der in meinem Schlußwort als Vorsitzender unter Bezugnahme auf ein Gutachten des Syndikus Beisert für die Aufrechterhaltung des Instituts sich interessirte in der Richtung, daß man damit eine Reihe von vertrauenswerthen Personen beibehält, an welche das Publikum in erster Linie sich zum Zwecke der Vermittelung zu wenden Veranlassung hat, und die man außerdem bei der Kursnotirung verwenden kann.

Sachv. **Goldschmidt:** Es ist wohl ganz richtig, den Standpunkt des Herrn Senatspräsidenten einzunehmen, wenn man ein scharf ausgeprägtes Prinzip haben und nach diesem Prinzip die Sache durchführen will, allein in geschäftlichen Dingen ist das, was sich praktisch durch die Erfahrung ergeben hat, doch, glaube ich, gewichtiger. Ich darf voraussetzen, daß den Herren die Frankfurter Verhältnisse bekannt sind, unsere Verhältnisse bestehen seit vielen, vielen Generationen und haben sich in jeder Beziehung durchaus bewährt, sogar der Umstand hat sich bewährt, daß neben den vereidigten Maklern eine große Zahl unvereidigter Makler existirt, diese unvereidigten Makler verkehren in friedlicher Weise mit den vereidigten Maklern, wir haben in diesem Verhältniß niemals eine Störung oder Schädigung erblickt. Der Punkt, der hier sehr hervorgehoben worden ist, daß die Makler — so ist es bei uns nach den Vorschriften der Handelskammer — mit Abwesenden nicht handeln dürfen, gründet sich nicht darauf, daß ein Interesse des Kommissionärs berührt wird — es wird, beiläufig erwähnt, davon berührt, aber das ist nicht das maßgebende Moment und soll unter allen Umständen nicht das maßgebende Moment sein — sondern es ist ein allgemeines Interesse, das zum Ausdruck gebracht ist. Der Makler hat einerseits ein gewisses Privilegium, andererseits muß er, indem man ihm so viel Treue und Glauben zu schenken hat, in gewissen Schranken gehalten sein, d. h. er muß mit Kautelen umgeben sein, durch welche er gegen Gefahr geschützt bleibt. Das ist das Moment, weshalb auswärtige Verbindungen für die Makler nach unserer Frankfurter Maklerordnung ausgeschlossen sind, es ist gerade eine Sicherstellung des Publikums in dieser Beziehung, der Makler soll nicht in Versuchung kommen. Ich wollte in Bezug auf die Bemerkungen, die hier hinsichtlich des Erwerbes der Makler gefallen sind, mir folgendes zu erwähnen erlauben: die Zahl der Makler, die gegenwärtig 80 ist, wird durch die Handelskammer bestimmt, die Handelskammer richtet sich in den Wahlen, die sie stattfinden läßt, nach dem Bedürfniß; es gehen bisweilen eine Reihe von Jahren hin, ohne daß eine Ergänzung stattfindet, obwohl Dutzende von Kandidaten sind, dies geschieht mit Rücksicht auf den Umfang der Geschäfte an der Börse, die Verhältnisse liegen nun so, daß, wenn man außerordentliche Konjunkturen abzieht, der Durchschnittserwerb der Makler ein durchaus mäßiger ist. Es sind einzelne Makler, die besonders begabt sind, diese werden natürlich von den verschiedenen Kommissionären sehr mit Aufträgen bedacht, sie erwerben nach und nach ein Vermögen, das würden sie aber auch thun, wenn sie in einer anderen Berufsthätigkeit ständen; die Uebrigen stehen so, daß ein hervorragender Makler, mit dem ich darüber gesprochen, mir versichert, daß das Einkommen als ein bescheidenes zu bezeichnen sei und daß Manche darunter, die nicht mehr als durchschnittlich 3 Mark per Tag einnehmen.

Andererseits ist unter diesen Verhältnissen große Solidität vorherrschend geblieben und mir ist in meiner Erinnerung kein Fall bekannt, in welchem ein Makler seinen Verpflichtungen nicht nachgekommen wäre.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte mir an den Herrn Sachverständigen eine Frage gestatten. Es wird

von anderen Börsen behauptet, daß vielfach Leute zu Makleen ernannt werden, die bankerott geworden und in Zahlungsungelegenheiten gekommen sind. Kommt das bei Ihnen auch vor?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich weiß nicht, ob es vorgekommen ist, ich weiß nur, daß die Handelskammer mit der größten Strenge in der Prüfung der Solidität und der Vertrauenswürdigkeit der betreffenden Persönlichkeiten, die sich melden, vorgeht. Es wird gewöhnlich so gemacht: es melden sich eine Reihe von Personen, aus diesen wird eine Anzahl ausgewählt, sie kommen in engere Wahl, und dann wird eine nochmalige Prüfung vorgenommen und definitiv gewählt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es würde Ihnen bekannt sein, wenn der Gesichtspunkt eine Bedeutung bei Besetzung der Maklerstellen hätte, daß die Verleihung der Stelle an den Betreffenden dazu dienen solle, ihn in seinen zurückgekommenen Erwerbsverhältnissen aufzubessern und ihn namentlich in die Lage zu setzen, etwaige Schuldverbindlichkeiten, die er früher eingegangen ist, zu tilgen? Es würde Ihnen bekannt sein, wenn dieser Gesichtspunkt bei der Besetzung der Stellen maßgebend wäre?

Sachv. **Goldschmidt:** Meines Wissens niemals, das ist meines Erachtens niemals vorgekommen, ich kenne die näheren Verhältnisse in dieser Beziehung, die Art und Weise, in der die Anmeldungen besprochen werden, nicht, aber nach meiner Kenntniß der Mitglieder der Handelskammer wird ein solcher Fall nicht denkbar sein.

Graf **von Arnim:** Der Herr Sachverständige hat erwähnt, daß sich die Bestimmungen an der Börse durchaus bewährt haben, aber der Herr Sachverständige wird wohl nicht in Abrede stellen, daß doch faktisch die Verhältnisse sich anders entwickelt haben, als die Bestimmungen lauten. Die Bestimmungen der Frankfurter Börse lauten in dieser Beziehung sehr bestimmt, daß die Makler nicht Geschäfte machen sollen, sie besagen: Was die rechtliche Stellung der Frankfurter vereideten Makler angeht, so ist Artikel 69 n 1 des Handelsgesetzbuchs für sie keineswegs ganz außer Kraft gesetzt: nur die Bestimmung, daß die Handelsmakler für die Erfüllung der Geschäfte, welche sie vermitteln, sich nicht verbindlich machen oder Bürgschaft leisten dürfen, ist für Geschäfte in Börseneffekten und Landesprodukten aufgehoben. Dagegen dürfen auch in Frankfurt die vereideten Makler weder als Kommissionäre noch auch für eigene Rechnung Geschäfte machen, letzteres mit Ausnahme des Falles, wo ein Makler sich veranlaßt sieht, Kapitalanlagen oder Umsätze für seine eigene Rechnung zu machen, also für sein Privatvermögen eine Anlage bewirken will. Alsdann muß er aber diese seine Absicht dem anderen Kontrahenten vor dem Abschluß anzeigen. Diese Bestimmung ist sehr präzis. Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob diese Bestimmung gewissenhaft befolgt wird oder das Gegentheil eintritt und die faktischen Verhältnisse sich anders gestaltet haben.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich kann nur erwidern, es ist nicht vorgekommen, daß diese Bestimmungen lästig geworden wären, daß man darüber irgendwie sich zu beklagen gehabt hätte. Es existiren also drei Klauseln, eine davon ist für Frankfurt aufgehoben, die beiden anderen bestehen fort. Hinsichtlich dieser zwei ist mir nie bekannt geworden, daß durch die Beobachtung derselben sich irgendwelche Mißstände gezeigt hätten.

Vorsitzender: Ich sollte meinen, der gesetzliche Zustand nähere sich in Frankfurt dem thatsächlich bestehenden. In Frankfurt bezeichnen sich die Makler als Kontrahenten und nicht neben dem anderen Kontrahenten als Expromittenten.

Sachv. **Goldschmidt:** Der Makler giebt bei Zeitgeschäften niemals einen Namen auf, er ist immer Selbstkontrahent.

Vorsitzender: Das führt der Syndikus Puls in seinem Handbuch an.

Sachv. **Goldschmidt:** Das hat auch seinen berechtigten Grund. Die Ordres kommen an die Börse, in bewegten Zeiten geht das rasch, der Kommissionär nimmt denjenigen Makler, der ihm zunächst steht, den er für vertrauenswürdig hält, er rechnet mit vollständiger Bestimmheit darauf, daß die andere Seite nicht fragt, von wem die Ordre ausgeht.

Vorsitzender: Man geht in Frankfurt thatsächlich weiter, als das Gesetz vorschreibt. Hier ist es Ausnahme, daß der Makler eintritt, während in Frankfurt auf Grund der Bestimmungen der Maklerordnung von 1864 der Makler sich selbst als Kontrahenten nennt, ohne daß er einen Hintermann zu haben braucht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Hat er nicht einen Hintermann?

Vorsitzender: Nein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann deckt sich die Sache nicht ganz, er übernimmt zunächst für eigene Rechnung.

Sachv. **Goldschmidt:** Nein, er übernimmt nicht, sondern geht einen Gegenpart zu suchen, führt das Geschäft aus, giebt aber den anderen Theil nicht auf. Daß sich diese Einrichtung bewährt, geht wohl aus dem Umstande hervor, daß, wie ich bereits erwähnt habe, ich mich keiner Zahlungseinstellung seitens eines Maklers bei uns erinnern kann.

Vorsitzender: Es kommen aber doch wohl Fälle vor, in denen der Makler keinen Partner gefunden hat und, um das Geschäft zu Stande zu bringen, sich zunächst selbst nennt? Nachträglich mag er Jemanden dafür finden.

Sachv. **Goldschmidt:** Bei spekulativen Papieren glaube ich nicht, daß es vorkommt, bei Papieren mit fester Verzinsung mag es vorkommen, namentlich in Bezug auf die Spitzen ist es wohl der Fall gewesen. Mir hat ein Makler gesagt: wenn ich von Rothschild die Ordre bekomme, 100 000 Mark vierprozentige Württemberger zu verkaufen und kann nur 70 000 Mark anbringen, der Kurs soll aber so bleiben, dann sagt Rothschild zu mir: nehmen Sie die 30 000 Mark, ich will die ganzen 100 000 Mark ausgeführt wissen, dann übernehme ich die 30 000 Mark.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wenn in Frankfurt Alles durch die Hände der Makler in der Weise geht, daß der Makler von dem Einen abnimmt und dem Anderen die Papiere liefert, so muß bei den Maklern eine große Summe mechanischen Geschäfts sich konzentriren, während hier der Makler aufgiebt: es liefert z. B. die Deutsche Bank an Bleichröder, und nun die Beiden das Geschäft mit einander vollziehen.

Sachv. **Goldschmidt:** Im Ultimogeschäft?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich meinte das Kassageschäft.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich möchte konstatiren, ich sprach vom Ultimogeschäft. Wenn ich nur vom Ultimogeschäft gesprochen habe, so liegt das daran, daß bei anderen Papieren kein starkes Engagement vorhanden ist.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich muß doch sagen, daß es auch Kassaeffekten giebt, in denen ein starkes Obligo entstehen kann.

Vorsitzender: Bei Papieren, die schnell im Kurse wechseln, ist das Risiko nicht unbedeutend.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich denke auch an folgenden Fall: in einem Industriepapier, das verhältnißmäßig selten an der Börse vorkommt, wird einmal ein großer Posten gekauft oder verkauft; wenn da ein Irrthum vorkommt, eine falsche Aufgabe ertheilt wird oder dergleichen, kann ein ziemlich bedeutendes Obligo entstehen.

Sachv. **Goldschmidt:** Das sind nur Ausnahmefälle.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn ich recht verstehe, deckt sich ihr thatsächlicher Zustand nicht vollkommen mit dem gesetzlichen, es kommen doch Geschäfte für eigene Rechnung vor, Geschäfte, in welche der Makler eintritt, ehe er seinen Hintermann gefunden hat.

Sachv. **Goldschmidt:** Aber nicht in spekulativen Papieren.

Vorsitzender: Das Frankfurter Gesetz ist in dieser Beziehung nicht ganz deutlich. Die Makler können sich verbindlich machen für die von ihnen vermittelten Geschäfte. Das setzt voraus, daß das Geschäft zu Stande gekommen ist; aber thatsächlich treten sie öfter in Geschäfte ein, die noch nicht zu Stande gekommen sind. Es ist also ungefähr dasselbe wie in Berlin.

Sachv. **Goldschmidt:** Es ist nur von den Spitzen gesprochen worden.

Vorsitzender: Es ist wohl dem Wesen nach gleich, ob es sich um einen Theil des Auftrags handelt oder um den ganzen Auftrag. Das Verbot, Handelsgeschäfte auf eigene Rechnung zu machen, wird in Frankfurt in vollem Umfange nicht aufrecht erhalten, weil mitunter der Makler in eine Verbindlichkeit eintritt, die nicht auf einem thatsächlich von ihm vermittelten Geschäfte beruht. Daß die Dinge so liegen, läßt sich nach dem, was Sie auseinandergesetzt haben, nicht leugnen.

Sachv. **Goldschmidt:** Wenn der Makler aber einmal in einer die Verhältnisse gefährdenden Weise in dieser Beziehung eine Uebernahme machen würde, und es würde dies der Handelskammer mitgetheilt, so würde man ihn sofort entsetzen.

Vorsitzender: Die Disziplin wacht darüber, daß es nicht zu Ausschreitungen kommt?

Sachv. **Goldschmidt:** Die Handelskammer hat ein wachsames Auge darüber; wenn ihr ein Fall mitgetheilt würde, würde sie sofort eine Untersuchung vornehmen.

Vorsitzender: Der Zustand in Frankfurt hat zu Beschwerden nicht Anlaß gegeben?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich besuche die Börse seit 38 Jahren und kann sagen, das Verhältniß hat sich bewährt.

Sachv. **Lehmann:** Meiner Ansicht nach ist der Artikel 69 für die Frankfurter Börse überhaupt aufgehoben.

Vorsitzender: Nicht ganz aufgehoben, es ist ein etwas komplizirtes Verhältniß. Durch die Maklerordnung vom 9. Dezember 1864, die in Frankfurt den Charakter eines Gesetzes hat, ist in gewisser Weise der ältere Zustand wieder hergestellt.

Sachv. **Goldschmidt:** Im Prinzip glaube ich, könnte man sich eigentlich mehr auf den Standpunkt stellen, zu sagen: hier muß eine glatte Sache vorgenommen werden, die einen durchaus logischen Inhalt hat, und dann käme man dazu, das Maklerthum freizugeben. Das ist das, was der Herr Senatspräsident erwähnte, es würde sich dem anschließen, was man in Hamburg bereits hat. Ich selbst stehe prinzipiell wohl auch auf diesem Standpunkte, glaube aber, die Verhältnisse sind dafür noch nicht reif. Ich meine, Hamburg könnte meines Erachtens nicht maßgebend sein, in Hamburg ist ein sehr kleines Effektengeschäft, in Berlin ein außerordentlich großes, Berlin ist ein

finanzieller Mittelpunkt, und es scheint mir gewichtig, daß in einer etwas delikaten Sache wie die des Maklerthums, für welches der höchste Grad von Solidität und Vertrauenswürdigkeit und starke Charaktereigenschaften der Persönlichkeit in Betracht kommt, keine absolute Freiheit bestehen solle. Das ist dasjenige, was mich bewegt, wiewohl ich prinzipiell den Standpunkt der Freiheit theile, für die Praxis einen anderen Standpunkt einzunehmen, denjenigen Standpunkt, der sich in Frankfurt in solchem Maße bewährt hat.

Vorsitzender: Das sind etwa die Gründe, welche den Syndikus Beisert in seinem Gutachten für den Juristentag dahin geführt haben, die Aufrechterhaltung der Einrichtung zu befürworten.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich habe keinen Vorschlag gemacht, sondern geglaubt, die drei Alternativen präzisiren zu sollen. Ich verkenne die Bedeutung der Anknüpfung an gegebene Zustände in keiner Weise, wie steht es aber mit dem dritten Vorschlage, welcher sagt: dann will ich nach anderer Richtung verbreitern, dann will ich alle Vermittler, die an der Börse vermitteln, unter gewisse Verpflichtungen, die ähnlich sind denen, die man aufrecht erhalten will, stellen, weshalb wollen Sie das nicht? In Betreff eines Jeden, der vermittelt, besteht das Bedürfniß, das Vermittlungsgeschäft möglichst rein zu erhalten, er soll allen Verpflichtungen unterworfen sein, die man im Sinne des siebenten Titels mit einer gewissen Reinigung disziplinarisch aufstellen kann. Es macht sonst sehr den Eindruck: die Herren sind so sehr in dem positiven Zustand auch hinsichtlich des bestehenden Maklerthums befangen, daß sie sich zu einem solchen Gedanken nicht aufschwingen können.

Vorsitzender: Das wäre wohl gleichbedeutend mit dem exklusiven Recht der amtlichen Makler, das Sie einführen wollten?

Sachv. **Goldschmidt:** Ich glaube, das Bestehen der unbeeidigten Sensalen hat sich auch in der Weise bewährt, daß keine Ursache vorliegt, es aufzuheben respektive ein anderes Verhältniß zu schaffen.

Vorsitzender: Wir haben erwogen, ob man nicht für die Geschäfte, welche von nichtamtlichen Maklern ausgeführt werden, von solchen, denen nicht die Pflichten auferlegt sind, welche Herr Präsident Wiener anführte, die Mitwirkung der Schiedsgerichte ausschließen soll; es hat das aber zu Bedenken geführt.

Sachv. **Goldschmidt:** Die Ausschließung des Schiedsgerichts für Geschäfte der unbeeidigten Makler würde ich für sehr bedenklich halten.

Sachv. **Maier:** Ich möchte zuerst auf die Anfrage des Herrn Geheimraths Gamp, damit ich es nicht vergesse, bemerken, daß meines Wissens die Stellen der vereideten Makler als Versorgungsstellen für bankerotte Bankiers und dergleichen in Frankfurt nicht betrachtet werden. Wäre es je vorgekommen, so würde übrigens sicherlich die in dieser Beziehung sehr diffizile Aufsichtsbehörde, die Königliche Regierung in Wiesbaden, ein solches Verfahren nicht unbeanstandet gelassen haben. Was die allgemeine Frage anbelangt, so komme ich für meine Person — ich bitte, mir das zu Gute zu halten — auf Grund gewisser Bemerkungen, die mein Herr Kollege und Vorredner gemacht hat, doch theilweise zu anderen Schlußfolgerungen. Ich gehe, wie er, von der Ansicht aus, daß der Verkehr eine gewisse Schonung seiner hergebrachten und mehr oder weniger berechtigten Eigenthümlichkeiten verlangt; ich bin aber ebenso überzeugt, daß die Vertreter dieses Verkehrs vielfach geneigt sind, Manches für absolut nothwendig und unabänderlich zu halten, was unter Umständen eben dann, wenn sie es nicht freiwillig abändern, über kurz oder lang doch abgeändert und

vielleicht in unangenehmerer Weise abgeändert wird, als sie selbst glauben. Ich meine deshalb, daß man doch gut thun wird, in solchen Fragen der Logik einen gewissen weiteren Spielraum zu gewähren, um so mehr, als sich die Verhältnisse innerhalb eines gewissen Zeitraumes wesentlich verändert haben. Als das Handelsgesetzbuch im Jahre 1861 gemacht wurde, konnte man von einem Termingeschäft in dem heutigen Sinne nicht sprechen. Herr Goldschmidt hat gestern eine sehr interessante historische Nachweisung gegeben, daß in den Jahren 1850 und 1852 ganz andere Marktverhältnisse bestanden. Damals konnte man recht wohl den vereideten Makler in der Weise hinstellen, wie er heute noch dasteht; inzwischen ist das Termingeschäft hinzugekommen, ist zu gewissen Zeiten ein ganz gewaltiges Termingeschäft hinzugekommen und hat die Verhältnisse auf den Kopf gestellt. Nach meiner Ansicht sind die Eigenschaften des Maklers als Selbstkontrahent und gleichzeitig als Bestimmer des öffentlichen Börsenkurses total unvereinbar, ich halte diese beiden Funktionen für einen absoluten Gegensatz. Die Makler, sie mögen noch so tüchtige, vernünftige und ehrliche Menschen sein, sie bleiben eben Menschen, und durch die Möglichkeit, selbst zu kontrahiren, durch die Konkurrenz, wie der hiesige Herr Sachverständige aus dem Maklerstande richtig ausgeführt hat, dadurch, daß der Andere es thut und die Ordre etwa in einer Sekunde ausführt, ist auch derjenige Makler, der der Spekulation abgeneigt ist, gezwungen, gewisse Ordres rasch zu effektuiren, zu übernehmen. Der Begriff der Spitzen, von dem schon so viel gesprochen worden ist, ist sehr cum grano salis zu nehmen. Nach meiner Ueberzeugung sind die Spitzen manchmal größer, als die Basis, ich habe das Gefühl — ich kann es nicht bestimmt beweisen, aber ich bin ganz fest davon überzeugt —, daß, besonders in Zeiten lebhaften Geschäfts, selbst der kulanteste und solideste Makler eben vielfach durch die Konkurrenz, durch das hergebrachte Verhältniß, durch die Gewohnheit gezwungen ist, größere Posten zuzusagen, was er eigentlich, wenn er sich streng beim Gewissen nähme, nicht thun würde. Gerade die Wahrnehmungen, welche Herr Goldschmidt über die geringe Einträglichkeit des Maklergewerbes angeführt hat, finden vielfach ihren Grund in der Thatsache und in der Nothwendigkeit, daß eben die Makler, weit mehr als nützlich ist, als Selbstkontrahenten eintreten müssen, und zwar, wie ich auf Grund einer nicht so sehr langjährigen, aber immerhin eingehenden Erfahrung glaube, in Beträgen und in einem Umfange, den man in vielen Fällen kaum mehr als Spitze bezeichnen kann. Was die Frage selbst anbelangt, so ist es ganz richtig, daß durch die Entwicklung unseres jetzigen Geschäfts, speziell des Termingeschäfts, und durch die Gewohnheit der außerordentlich raschen Erledigung des Geschäfts dieses Eintreten des Maklers als Selbstkontrahent bedingt ist. Würde dieses Eintreten ausgeschlossen sein, so würde das Geschäft natürlicherweise sich etwas langsamer erledigen, es würde aber die Frage entstehen, ob es ein allgemeiner Nachtheil wäre, wenn die Kursschwankungen eines lebhaften Tages vielleicht statt 20 oder 30 in einem Effekt auf die Hälfte oder ein Drittel reduzirt werden würden, ob es ein dauernder Nachtheil wäre, wenn der Makler (und zwar jeder Makler, nicht nur ein einzelner, denn der solide Makler ist in dieser Beziehung heute schon gegen den spekulirenden Makler im Nachtheil), wenn der Makler, der 100 000 Thaler Diskontokommandit zu verkaufen hat und nicht den Muth hat, vielleicht davon eine Spitze von 40 000 Thalern zu übernehmen, dies nicht zu thun brauchte, während er es jetzt thun muß, weil der Andere, der den Muth hat, die Ordre sofort erledigt, er selbst dagegen herumlaufen muß, unter Umständen die ganze Situation inzwischen verändert wird und er im Nachtheil ist. In dem Augenblick, in dem sämmtliche Makler den gleichen Bedingungen unterworfen sind, fällt das weg, gewiß ohne Schaden, soweit es nicht eine Einwirkung auf unsere Stellung im internationalen Markt hat.

Ebenso ist es mit den Spitzen, auch da stehen wir meines Erachtens vielfach unter der Macht einer Gewohnheit, wir halten es bis jetzt für unanständig, wenn Jemand eine Ordre von 100 000 Thalern Diskontokommandit nach Frankfurt giebt, dem Manne zu telegraphiren, es waren zu dem betreffenden Kurse nur 95 000 Thaler anzubringen. Nach den heutigen Verhältnissen, speziell in Frankfurt, würde man sagen: das ist eine Schande für den Platz. In Folge dessen tritt der Makler als Kontrahent ein. In dem Augenblicke, in dem es keine Schande mehr für den Platz wäre, indem einfach, wie es im Geschäftsleben gar oft der Fall ist, das Angebot von 100 000 Thalern nur mit 95 000 Thalern berücksichtigt wird, in dem Augenblicke, in dem von diesem Größenwahn, wenn ich es so nennen darf, die Börse sich frei macht, ist es nicht mehr nothwendig, daß der Makler die Spitze übernimmt. Endlich würde ich glauben, daß, wenn Spitzen überhaupt übernommen werden sollen, eigentlich diejenige Stelle, die das thun sollte, der Kommissionär wäre. Warum kann der Kommissionär, wenn er will, nicht ebenso gut und viel besser diese Spitzen übernehmen als der Makler? — Ich wollte mit diesen Beispielen nur den Beweis geben, daß hergebrachte Gewohnheiten in dieser Beziehung sehr leicht oder wenigstens relativ leicht zu überwinden sind, sobald man versucht, sich die Zustände vorzustellen, wie sie bei der abgeänderten Gewohnheit sein würden. Ich halte die Kontrole darüber, ob die Makler und in welchem Umfange sie Selbstkontrahenten sind, durch die Handelskammer, durch den Börsenkommissar, durch das Wechselmaklersyndikat u. s. w., für eine absolute Unmöglichkeit. In dem Augenblicke, in dem Sie einer Behörde diese Kontrole übertragen, übertragen Sie meines Erachtens beinahe mit der gleichen Leichtigkeit dieser Behörde die Durchführung des ganzen Verfahrens. Ich halte das kaum für möglich. Es würde außerdem, glaube ich, wenn es ernst ausgeführt würde, zu Unzuträglichkeiten und zu einer Nachspürerei führen, die sich eigentlich mit dem Berufe an und für sich kaum mehr vertragen dürfte. Es sind hier also gewisse Gegensätze. Ich gehöre zu denjenigen, die die absolute Freiheit des Verkehrs unter allen Umständen aufrecht erhalten wollen, die es aber für ebenso nöthig und wichtig erachten, daß das Moment der Kursnotirung, das heißt dasjenige Moment, das nach außen hin die Wirkung der Börse darstellt, das nach außen hin das Barometer für alles ist, was innerhalb der Börse vorgeht, daß die Sicherheit der Kursnotirung unter allen Umständen gewährleistet werde, und zwar in erster Linie im Interesse der Börse selbst. Wenn diese Sicherheit der Notirung, wie es ja ganz natürlich ist, durch die Möglichkeit des Maklers, sei es gesetzlich oder mit Umgehung der Gesetze, als Selbstkontrahent einzutreten, unwirksam gemacht, beziehungsweise alterirt wird, so wird ein großes öffentliches Interesse verletzt. Ich möchte deshalb, ohne etwa diese außerordentlich schwierige Frage lösen zu wollen, doch deren Lösung in Verbindung mit der Eigenschaft der Börse als Korporation und mit der Verhinderung oder mit der möglichsten Vermeidung der illegitimen Geschäfte für eine Lebensfrage für die Börse halten. Ohne mir einzureden, es sei damit eine Lösung irgendwie auch nur angedeutet, möchte ich doch in großen Zügen diejenige Auffassung Ihnen wenigstens vorführen, der ich mich zuneige, und die allerdings mit Rücksicht auf die bestehenden Verhältnisse vielleicht noch mancher Korrektur bedürfen wird. Ich möchte also die Frage aufstellen, ob es nicht möglich sein würde, die Funktion der Kursnotirung, die jetzt die beeideten Makler haben, vom Maklerthum überhaupt in gewissem Sinne zu trennen, beziehungsweise offizielle Makler der betreffenden Börsenkorporation anzustellen, die dem entsprechen, was heute unser Handelsgesetzbuch in Verbindung mit unserer Gewohnheit unter beeideten Maklern versteht, aber unter strikter Aufrechterhaltung des Grundsatzes, daß sie Geschäfte für eigene Rechnung nicht zu kontrahiren hätten. Diese offiziellen Makler müßten meines Erachtens,

und das stimmt mit dem überein, was Herr Goldschmidt über die Einkommensverhältnisse der Makler berichtet hat, in auskömmlicher Weise mit einem festen Gehalt von Seiten der betreffenden Korporation ausgestattet werden, sie dürften also an der Höhe der Umsätze ein direktes Interesse nicht haben. Ihre Aufgabe müßte einzig und allein sein, die Sicherheit der Kursnotirung zu wahren. Ich füge in dieser Beziehung zur Erhärtung meiner Meinung noch hinzu, daß ich es in vielen Fällen für absolut unmöglich halte, daß der vereidete Makler, der selbst sein großes oder kleines Spekulationsinteresse im Kopfe hat, wodurch seine eigene Kursnotirung einigermaßen verändert werden kann, vollständig, wie es nothwendig wäre, sein Augenmerk auf seine Hauptfunktion der Kursfeststellung richtet; sein Gedanke ist und muß naturgemäß sein: wie setze ich den Kurs, damit ich am besten herauskomme? während ich die Forderung aufstelle, daß der betreffende Beamte, der den Kurs feststellt, lediglich den Gedanken habe: wie setze ich den Kurs, damit er den thatsächlichen Verhältnissen der gemachten Umsätze den sichersten Ausdruck verleihe?

Vorsitzender: Sie wollen also nur zum Zwecke der Kursfeststellung offizielle Makler behalten, im Uebrigen aber das Institut der Handelsmakler abschaffen.

Sachv. **Maier:** In gewissem Sinne wenigstens. Ich will für die Kursfeststellung mit einem festen Gehalt bestellte Personen, gewissermaßen Beamte der Korporation, ich spreche aber dabei ausdrücklich aus, daß ich hier nicht etwa an eine Verstaatlichung der Börse denke. Ich bin im Gegentheil der Ansicht, daß, wenn wir nicht eine derartige Reform durchführen, wir allerdings eines Tages zu der auch meines Erachtens verderblichen Konsequenz der Verstaatlichung der Börseninstitution wahrscheinlich gelangen werden. Das will ich gerade vermeiden als Nachtheil für die Börse, wie für den Staat, und deshalb erlaube ich mir, einen solchen Gedanken vorzuschlagen, der aber eine selbstverwaltende Korporation voraussetzt. Neben diesen offiziellen Maklern würde ich mir eine absolute Freiheit des Verkehrs denken, d. h. eine Freiheit sowohl des Maklerthums, als des Kommissionärthums: es würde Jeder das Recht haben, sowohl Umsätze zu vermitteln, als Umsätze abzuschließen, und es müßten Mittel und Wege gefunden werden, wie diese Umsätze in einer durchaus zuverlässigen Weise — hier könnten gewisse ehrengerichtliche oder Disziplinarbestimmungen für die Börsenmitglieder eintreten — zur Kenntniß der betreffenden offiziellen Makler gebracht würden. Es müßten ebenso gut auch solche Umsätze zur Berücksichtigung und Kursnotirung gelangen, welche überhaupt nicht durch Makler, sondern unter Umständen auch direkt geschlossen würden. Die Modalitäten, wie das möglich ist, wie es ferner möglich ist, die Courtageverhältnisse zu regeln, d. h. diesen offiziellen Maklern beziehungsweise der Korporation, die sie bezahlt, einen gewissen Courtagesatz zuzuwenden, auch wiederum der Korporation eine gewisse Vergütung von Seiten des freien Verkehrs für die Anmeldung der Umsätze zu gewähren, eine Vergütung, die natürlich kleiner sein müßte, als diejenige für die vermittelten Geschäfte, die gewissermaßen den Charakter offiziell gemachter Geschäfte tragen, würden einer sehr eingehenden Erwägung unterliegen müssen. Ich muß mich darauf beschränken, den Grundgedanken anzudeuten. Ich bin der Meinung, daß in dieser Richtung, so sehr vielleicht die Börsentechniker glauben werden, daß sie von den gegenwärtigen Verhältnissen abweicht, der Weg einer gesunden Reform liegt. Die Vortheile, die sich daraus ergeben würden, lägen in der Verbindung einer ausreichenden Sicherheit des Verkehrs mit großer Freiheit des Verkehrs und in einer weit größeren Werthschätzung, Respektirung der Börse und ihrer wirklichen Notirungen nach außen hin. Die Nachtheile verkenne ich nicht. Es würde eine gewisse Einschränkung des Geschäfts eintreten, denn ich bezweifle durchaus nicht, daß die heutige Eigenschaft

des Maklers als Selbstkontrahent die Geschäfte erleichtert und bedeutend vermehrt, ich will aber die Frage unerörtert lassen, ob das Geschäftsquantum, das durch diesen Umstand hinzukommt, auf Seiten des legitimen oder weniger legitimen Verkehrs fällt, was man ja auch nicht so scharf scheiden kann. Ich neige zu der letzteren Anschauung und bin der Ansicht, daß wir der Börse den größten Gefallen thun, wenn wir sie, soweit möglich, auf den legitimen Verkehr beschränken. Bei dem durchschnittlich geringen Einkommen der vereidigten Makler würde vorauszusetzen sein, daß ein wesentlicher Theil derjenigen Personen, die jetzt vereidigte Makler sind, in die neue Stellung gern eintreten würden, sie würden einer Verminderung ihres Einkommens gegenüberstehen, aber auch einem wesentlich verminderten Risiko. Nach dem durchschnittlichen Verhältniß ist anzunehmen, daß die Makler im großen Ganzen nicht schlechter, sondern besser sich stellen würden, als seither. Vor allen Dingen würden diejenigen, die gewissermaßen an die Stelle der jetzigen vereidigten Makler treten würden, ein eigenes Risiko nicht mehr zu laufen brauchen.

(Halbstündige Pause.)

Vorsitzender: Wir waren vorhin bei der Vernehmung des Herrn Maier stehen geblieben. Im Wesentlichen läuft sein Vorschlag auf den gesetzlichen preußischen Zustand hinaus; er will die offiziellen Makler nur anders besolden, ihnen nicht Courtage, sondern ein festes Gehalt gewähren.

Sachv. **Goldschmidt:** Herr Maier ist noch nicht da, damit wir aber nicht an Zeit verlieren, will ich es doch sagen: die Schwäche seines Vorschlages scheint mir in erster Linie darin zu liegen, daß wenige bestimmte Personen als Beamte fungiren würden und die Konsequenz der Zustand sein würde, ein sehr fragwürdiger Zustand, daß bei den paar Maklern, welche alle Kurse festsetzen würden, alle Kommissionen zusammenfließen würden, weil keine Courtage erhoben wird.

Vorsitzender: Es würde immerhin eine Courtage erhoben werden, aber an einer anderen Stelle.

Sachv. **Goldschmidt:** Die paar Makler, welche kotiren, würden, weil sie kotiren, die Aufträge bekommen, und es würde ein Sonderinteresse geschaffen sein.

Vorsitzender: Sollte das die Konsequenz sein, dann ist es auch jetzt der Fall; die vereideten Makler sind allein mit der Kursnotirung betraut.

Sachv. **Goldschmidt:** Aber wozu brauchen wir ein neues Zwischenglied zu schaffen, wenn dasselbe in besserem Zustande bereits vorhanden ist, in dem Sinne genommen, daß es sich über x Köpfe vertheilt. Wenn man aber sagt, man muß einen Uebelstand beseitigen und dafür sorgen, daß die betreffenden amtirenden Männer, die die Notirung zu machen haben, nicht zu gleicher Zeit Makler sein dürfen, so würde die Konsequenz sein, daß die nach dem Vorschlage amtirenden Leute nicht befähigt wären, die Notirung zu vollziehen, weil sie nicht im aktiven Vermittelungsleben stehen.

Vorsitzender: Herr Maier hält auch für nothwendig, daß die feststellenden Makler wirkliche Makler sind.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich wollte an Herrn Maier eine Frage stellen, um seine Ansicht zur vollständigen Klarheit zu bringen. Er setzt voraus, daß besoldete Makler im Dienste der Börsenkorporation ungefähr in gleicher Zahl existiren, wie heute die vereideten Makler, daß sie Beamte der Korporation werden mit einem festen anständigen Gehalt, und daß die Courtage, welche bezahlt wird, an die Korporation fließt. Ich möchte nun fragen, ob es Herr Maier da nicht für wahrscheinlich hält, daß, wie es bei Jedem, der auf einem ganz

festen Gehalt steht, der Fall ist, diese Leute ihr Geschäft weniger eifrig betreiben werden, und ob nicht deshalb ihnen eine ge- wisse Gewinnbetheiligung an der Courtage zuzugestehen ist.

Sachv. **Maier:** Auf die Einwendungen meines Kollegen Herrn Goldschmidt habe ich zu entgegnen, daß der künftige Zustand nach meinem Vorschlag sich gar nicht so wesentlich von dem gegenwärtigen unterscheiden würde, wie er zu glauben scheint. Denn auch heute schon wird ja ein sehr großer Theil der Umsätze durch die unbeeidigten Makler oder direkt gemacht. Man wendet sich in vielen Fällen an den beeidigten Makler, wenn man besonderen Werth darauf legt, einen bestimmten, unbestreitbaren Einfluß auf die Notiz zu gewinnen. Genau so würde es wohl auch künftig sein, wenn   wie ja nothwendig   das richtige Verhältniß zwischen den Courtagesätzen der durch die offiziellen Makler direkt gemachten Schlüsse einerseits und der nur von dritter Seite angemeldeten Schlüsse andererseits, sowie für den Einfluß beider Arten von Schlüssen auf die Notiz gefunden wäre. Der Schwerpunkt meiner Auf fassung liegt lediglich darin, den offiziellen, kursnotirenden Makler von Eigengeschäften auszuschließen. Auf die Frage des Herrn Professor Schmoller habe ich zu erwidern, daß ich grundsätzlich von der Ansicht ausgehe, die eben auch durch unser ganzes Staatsbeamtenthum gestützt wird, daß diejenigen Personen, und dazu möchte ich diese künftigen Funktionäre der Börsenkorporation auch rechnen, die ein öffentliches Amt haben, unbekümmert um die Höhe des Erwerbes ihre Pflicht thun. Ich will aber zugeben, daß in einem solchen Verkehrszentrum vielleicht gewisse andere Gesichtspunkte berechtigt wären, um so mehr, als wir an eine andersartige Vergangenheit anzuknüpfen haben. Ich würde vielleicht der Ansicht mich zuneigen können, daß ein gewisser Ueberschuß der Courtage über die Höhe der von der betreffenden Börsenkorporation insgesammt zu zahlenden Gehalte zum Theil für eine gleichmäßige Tantieme der be treffenden Makler verwendet werden könnte, wiewohl ich wünschen möchte, daß jedenfalls ein Theil davon   denken wir die Hälfte   für die betreffenden Kommissionäre zu ver- wenden wäre, indem einfach, wenn man z. B. 1 Million Cour- tage einnähme, die Makler aber nur 500 000 Mark kosten, damit der Beweis geliefert wäre, daß die Courtagen zu hoch sind. Da ich nun der Ansicht bin, daß eine verhältnißmäßig niedrigere Courtage, besonders bezüglich der Konkurrenzfähigkeit mit den außerdeutschen Börsen, die Leistungsfähigkeit unserer Börsen vermehren würde, so würde ich in einem solchen Falle den Ueberschuß der Courtage, der besonders in glänzenden Ver- kehrszeiten eintreten würde, zwischen den angestellten Maklern und denjenigen Kommissionären, die die Ordres gegeben haben, pro rata dieser Ordres theilen.

Vorsitzender: Eigentlich unterscheidet sich der Vorschlag nur durch die Regelung der Gehaltsfrage von dem gesetzlich in den alten preußischen Provinzen bestehenden Zustande. Sie glauben, daß das Verbot, eigene Geschäfte zu machen, zu ver- schärfen ist?

Sachv. **Maier:** Ich bin unbedingt der Ansicht, daß die Eigenschaft als Selbstkontrahent, die mit Rücksicht auf die unbestimmbaren Begriffe der Spitzen u. s. w. nicht begrenzt werden kann, unter keinen Umständen sich mit der Pflicht des Maklers, als gewissermaßen offiziellen Organs der Börse zur Festsetzung der Kurse, verträgt. Ebenso fest überzeugt bin ich aber, daß der betreffende Kursfestsetzer eine bloße Maschine sein würde, wenn er nicht gleichzeitig mit der Vermittlung zu thun hätte; er soll nicht ein reiner Schreiber sein, sondern er soll in den Geist des Geschäftes eindringen. Es ist in diesen Tagen schon, wenn ich nicht irre, gestern, bei einer anderen Gelegenheit darauf hingewiesen worden, daß die Börsen- kommissare, welche diese Funktion der Makler zu überwachen hätten, wenn sie dieselben in der That so überwachen wollten,

wie es hier gedacht ist, schließlich selbst zu Festsetzern der Kurse werden würden.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Unterschied gegen den gegenwärtigen Zustand würde vorzugsweise darin liegen, daß durch die feste Besoldung das Interesse des Maklers an einem Abschluß von Geschäften beseitigt und in Folge dessen eine volle Garantie für seine Unabhängigkeit geschaffen werden soll, und da muß ich sagen, daß nach dieser Richtung hin doch wohl eine Verbesserung eintritt. Ich würde es auch an sich für ganz konsequent halten, dem Makler den Geschäftsabschluß zu gestatten, weil er sonst den Ueberblick über die Geschäfte verlieren würde. Die Makler würden in ganz kurzer Zeit, wenn auch vielleicht nicht in der ersten Zeit, in der man solche Leute nehmen würde, die schon Erfahrungen gesammelt haben, unfähig sein, dem schnell pulsirenden Leben zu folgen.

Vorsitzender: Sie wollen ihnen einen Antheil an der Courtage geben?

Sachv. **Maier:** Ich würde diesen Antheil für keine Gefahr halten, und zwar aus dem Grunde, weil dieser Antheil nicht aus den einzelnen Geschäften gewährt würde, sondern aus dem jährlichen Gesammtgewinn, und weil jedes einzelne Mitglied pro rata den Antheil hätte, weil jeder Einzelne dieser Makler dann auch ein Interesse daran hätte, daß sein Kollege Geschäfte macht wie er selbst.

Graf **von Kanitz:** Meine Herren, der Vorschlag des Herrn Maier hat auf den ersten Blick sehr viel Bestechendes. Ich muß ganz offen gestehen, daß ich schon früher, ehe ich Mitglied dieser Kommission wurde, mich mit dem Gedanken getragen habe, ob es nicht möglich wäre, besondere Beamte an den Börsen anzustellen, welche mit der Vermittlung der Geschäfte nichts zu thun haben, nicht interessirt an den Geschäften sind. Herr Maier meint, es würde sich in der von ihm vorgeschlagenen Weise ein modus vivendi finden lassen. Er ist aber nach meiner Ansicht etwas leicht über die Frage der Remunerirung dieser Beamten hinweggegangen, er hat sogar mit einem Ueberschuß gerechnet, welcher sich aus der Courtage gegenüber dem Gehalt herausstellen würde. Wir wollen uns zunächst klar machen, wie sich der von ihm hier vertretene Vorschlag praktisch an der Berliner Börse gestalten würde. Nach meiner Ueberzeugung werden wir 50 solcher Beamten zur Feststellung der Kurse haben müssen; mit weniger ist absolut nichts zu machen, denn die Herren würden nicht in der Lage sein, die Geschäfte zu erledigen. Wenn die Herren die Zahl 50 angreifen, so stelle ich anheim — —

(Zuruf: Zu wenig!)

Sie halten es nicht für zu viel, sondern noch für zu wenig; ich bin auf die Zahl 50 gekommen in ungefährer Anlehnung an die Zahl von Maklergruppen, welche jetzt täglich mit der Feststellung des Kurses beschäftigt sind, und glaube nicht, daß ein einzelner Beamter mehr leisten kann, als eine Maklergruppe. Nun sollen die Herren für den Gewinn entschädigt werden, welchen sie zweifellos jetzt vermöge des Selbsteintritts in die Geschäfte beziehen. Man wird zu diesem Posten nur solche Leute auswählen können, welche sich auf das Geschäft verstehen, welche einige Gewandtheit und Umsicht besitzen, also solche Herren werden gewählt werden müssen, die, falls sie das Amt nicht übernähmen, einen recht bedeutenden Gewinn ziehen würden. Die Herren würde also ihre Ansprüche ziemlich hoch stellen. Ich möchte fragen, ob Herr Maier glaubt, daß ein solcher Kursmacher, wenn ich den Ausdruck gebrauchen darf, für weniger als 30 000 Mark Gehalt zu finden sein würde. Ich glaube es nicht. Halten wir nun daran fest, daß für die Berliner Börse etwa 50 solcher Herren anzustellen sein werden, jeder mit 30 000 Mark Gehalt, so sind das allein 1 500 000 Mark, welche dieser Apparat an der Berliner Börse kosten

würde. Demgegenüber ist nun die Frage zu stellen, ob die Courtage der Makler, die in ganz geringen Promillesätzen sich bewegt, ausreichen wird, um diese Summe zu decken. Herr Maier sagt sogar, etwaige Ueberschüsse sollen den Kommissären zu Gute kommen. Aber wie ist es mit Fehlbeträgen, wenn weniger einkommt, wer soll das decken? Wir werden auf keinen Fall Gehalte der Kursmacher bewilligen wollen, das müßte die Kaufmannschaft thun, oder es müßte eine höhere Courtage als die gegenwärtige angesetzt werden, und das würde nach meiner Ueberzeugung dem Berliner Börsenplatze nicht zu Gute kommen. Das sind die Fragen, welche sich in dem Moment mir aufdrängten, als ich die Vorschläge des Herrn Maier hörte. Die Vorschläge sind neu und haben Viele von uns vielleicht, nehmen Sie es mir nicht übel, überrascht; aber ich glaube, daß wir bei der praktischen Prüfung nicht der Frage ausweichen können: wie groß muß die Zahl der Kursmacher in Berlin sein, wie hoch müssen die Herren salarirt werden, welche Summe ist erforderlich, und wer soll sie aufbringen. Ich würde dankbar sein, wenn Herr Maier mir hierüber Auskunft geben wollte.

Sachv. **Maier:** Ich möchte darauf Folgendes erwidern. Ich habe von vornherein gesagt, daß der Vorschlag beziehungsweise der Gedanke, welchen ich anzuregen habe, in vielfacher Hinsicht der Ausarbeitung bezüglich der praktischen Anwendung bedürfe, ich habe betont, daß nur die Richtung, die logische Richtung, es ist, welche mich bestimmt, und ich bin ebenso überzeugt, daß, wenn diese Gedankenrichtung eine richtige ist, die Form der Ausführung sich finden wird und muß. Was die Frage des Herrn Grafen Kanitz anlangt, so bin ich allerdings der Ansicht, daß im Wesentlichen für den regulären Geschäftsgang voraussichtlich die Zahl dieser angestellten Makler etwa entsprechen würde der Zahl der bis jetzt, um von Berlin zu sprechen, bestehenden Gruppen, weil ja ein großer Theil des Verkehrs sich immerhin auf den außerhalb dieser offiziellen Korporationsmakler absolut bestehenden freien Verkehr abwälzen würde. Nehmen wir an, daß also 50 Makler definitiv genügen würden — es würde nicht ausgeschlossen sein, im Falle eines größeren Geschäftsaufschwungs die Zahl zu vermehren —, so müßte ich doch das vorgesehene Einkommen von 30 000 Mark ganz entschieden bestreiten, es für zu hoch halten. Ich bin zwar nicht der etwas sehr pessimistischen Auffassung, daß ein großer Theil der Makler nur 3 Mark täglich verdiene, wie Herr Goldschmidt als die Mittheilung eines Maklers angegeben hat, ich glaube aber, daß, wenn wir das Risiko abrechnen — es giebt Makler, die ja vielleicht 30 000, 50 000 und 60 000 Mark verdienen, die aber ein Obligo eingehen, das ihnen im Falle eines Bankerotts ein Viertel, die Hälfte oder drei Viertel des Jahresverdienstes abnehmen würde — wenn wir den Durchschnitt ziehen könnten, den zu ziehen freilich schwierig ist, wir ganz gewiß nicht auf ein Einkommen von 20 000 Mark kommen würden. Ich bin überzeugt, daß wir für ein Gehalt von 10 000 bis 15 000 Mark geeignete Elemente für diese Stellen bekommen werden; ich habe keinen Zweifel, daß eine Anzahl von jetzigen vereidigten Maklern, die 40 000 bis 50 000 Mark verdient haben, sagen würden: das paßt mir nicht, für die 10 000 oder 15 000 Mark gebe ich mich nicht hin, aber ebenso bin ich der festen Ueberzeugung, daß die Herren, welche auf diesen Standpunkt sich zu stellen in der Lage wären, das nicht nöthig zu haben, nicht eben zu bedauern wären, ich bin überzeugt, daß wir an ihrer Stelle eine große Anzahl von zuverlässigen und rutinirten Beamten aus der Zahl der unbeeidigten Makler finden würden, die für ein Einkommen von 10 000 bis 15 000 Mark, welches in günstigen Zeiten noch etwas erhöht werden könnte, bereit wären, eine solche Funktion zu übernehmen. Natürlich müßte die Korporation eine gewisse Verbindlichkeit in dieser Beziehung übernehmen, sie würde diese

Verbindlichkeit von Anfang an, ehe sie das Budget überschauen kann, nur in einer verhaltnißmäßig nicht zu hohen Weise übernehmen dürfen. Ich will nicht sagen, daß ein absolutes Submissionsverfahren maßgebend sein sollte, weil es ja nicht einzig auf das Mindestgebot ankommt, sondern auf die Qualifikation, aber innerhalb dieser Grenze würde jedenfalls eine gewisse ähnliche Tendenz, wie sie ein Submissionsverfahren darstellt, wenn auch dieses Verfahren nicht angewendet würde, vollständig vorhanden sein. Ich glaube und bin fest überzeugt, daß, wenn die Börse, um von der Berliner Börse auszugehen, an diesen kolossalen Verkehr, den sie thatsächlich hat oder doch zu haben behauptet, anschlösse, die Korporation, welche dieses Obligo übernimmt, es ruhig übernehmen könnte. Würde sich herausstellen, daß das nicht der Fall wäre, so würde nur der Beweis erbracht sein, daß die Börse eigentlich bis jetzt, was ich nicht glaube, ein Frosch gewesen ist, der sich über Gebühr aufgeblaht hat. Ich glaube, daß die Courtageeinnahmen, die dazu nothwendig sind, bereits längst vorhanden sind. Das ist allerdings ein Glaube, den Jemand anders bestreiten kann, aber ich sage, wenn es nicht der Fall ist, so würde eben einfach jetzt eine Ueberhebung stattfinden, die ich meinerseits nicht für vorhanden halte. Ich glaube also, daß im Falle einer bescheidenen Bemessung der Bezahlung derartiger Funktionen, allerdings nicht auf einer Höhe von 30 000 Mark, die ich nicht für nothwendig halte, die bestehende Courtageeinnahme absolut hinreichen würde, um eine derartige Einrichtung zu treffen.

Graf **von Kanitz**: Wenn ich ganz kurz bloß hieran anknüpfen darf, so möchte ich bemerken, es wäre recht wünschenswerth, wenn einige Herren vom Berliner Platze sich darüber aussprechen wollten, wie etwa der Vorschlag des Herrn Maier sich in Wirklichkeit an der Berliner Börse gestalten würde. Herr Maier sagt, mit einem Baargehalt von 10 bis 15 000 Mark, höchstens 20 000 Mark, würden geeignete Persönlichkeiten zu finden sein. Wenn man davon ausgeht, daß nur die allersolidesten und besten Elemente unter den heutigen Maklern begreiflicherweise zu dem verantwortungsvollen Amte eines Kursmachers berufen werden dürften, dann möchte ich doch einen kleinen Zweifel in die Angabe des Herrn Maier setzen, daß diese Herren mit etwa 15 bis 20 000 Mark für ihre immerhin recht produktive Thätigkeit als Makler, welche sie gegenwärtig betreiben, sich werden abfinden lassen, denn es versteht sich von selbst — es liegt in dem Vorschlage des Herrn Maier —, daß die für das Kursmachen gewonnenen Makler auf eigenen Verdienst verzichten und sich mit dem festen Gehalt, welcher ihnen ausgesetzt wird, begnügen müßten. Ich möchte glauben, daß ein Gehalt von 10 000 bis 15 000, auch 20 000 Mark mit dem Einkommen der wirklich routinirten und geschickten Berliner Makler in einem zu großen Mißverhältniß steht, als daß diese Herren sich bereit finden lassen würden, ihr Maklergewerbe aufzugeben und dafür in die Rolle des Kursmachers zu treten. Wie gesagt, ich würde sehr dankbar sein, wenn Herren vom Berliner Platze sich aussprächen.

Sachv. **Maier**: Ich möchte mir nur die Bemerkung erlauben, daß ich auf die bestehenden Verhältnisse bis zu einem gewissen Grade Rücksicht nehme, aber nicht über diese hinaus. In einem Staat, in dem ein schon hochstehender richterlicher Beamter sich mit einem Gehalt von 3000 bis 4000 Mark begnügt, in dem ein sehr hochstehender Beamter in einer Gehaltsstufe von 6000 bis 8000 Mark steht, können Beamte, die jedes Risikos entbunden sind, allerdings auch jedes besonderen Verdienstes, mit 15- oder 20 000 Mark recht wohl zufrieden sein, und wenn die vorhandenen Personen, welche jn kein Privileg haben, nicht zufrieden sein sollten, so bin ich überzeugt, daß geeignete Elemente gefunden werden könnten.

Graf **von Kanitz**: Ich bin einverstanden, daß absolut zuverlässige Elemente für einen geringeren Gehalt zu finden sind,

hier ist aber die Frage so gestellt, ob Jemand, der bereits im Besitz eines größeren gesicherten Einkommens sich befindet, dieses Einkommen preisgeben wird, um in eine solche Stelle einzutreten, welche ihm ein geringeres Einkommen in Aussicht stellt. Ich glaube, diesen Unterschied müssen wir festhalten.

Sachv. **Maier:** Ich möchte bemerken, daß dieses Einkommen, soviel ich weiß, ein Monopol nicht darstellt.

Vorsitzender: Es liegt eine Verschiedenheit von der Stellung eines Beamten vor. Diese Makler würden nicht in Ausübung des Imperiums des Staates handeln, sondern in einem Gewerbebetriebe, sie würden sich nicht in einer vom Staate gesicherten, mit Pensionsberechtigung verbundenen Stellung befinden.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige ist auch, wie ich glaube, davon ausgegangen, daß für die reine Vermittlungsthätigkeit er sich des Instituts der vereidigten Makler nicht überheben könnte; denn er hat mehrfach bei seinen Ausführungen als Voraussetzung hingestellt, daß daneben das freie Gewerbe der unbeeidigten Vermittler immer noch existiren würde.

In Folge dessen schließe ich, daß er nun für die eigentliche, nicht nach dem Handelsgesetzbuche, sondern durch einen Nebenumstand zufällig oder thatsächlich mit dem Maklergewerbe verbundene Kotirungsthätigkeit nach Personen sucht. Dabei hat er ausgesprochen, es erscheine ihm unthunlich, daß derjenige, der ein Faktum, also geschehene Abschlüsse, objektiv richtig und ohne eigenes Interesse bezeugen soll, gleichzeitig ein gewisses Interesse daran hat. Dieser Satz, theoretisch genommen, wird wahrscheinlich nicht bezweifelt werden, thatsächlich ist eine andere Persönlichkeit in unserem Staatsleben, nämlich der Notar, gehalten, nur Verträge oder Akte zu bezeugen, an denen er persönlich ein Interesse nicht hat — ich glaube wenigstens nicht zu irren —, und eine ähnliche Thätigkeit wie der Notar übt ja der bezeugende Makler. Nun glaube ich, wird dem Herrn Sachverständigen klar geworden sein, daß, wenn er nur Makler schaffen will, denen er die Versuchung, contra legem selbst einzutreten, mit einer gewissen festen Besoldung abkaufen will, er eine Eigenthümlichkeit der Berliner Börse eo ipso aufhebt, nämlich den Einheitskurs. In dem Augenblick, in dem diese Sache in die Erscheinung tritt, kann ein Einheitskurs meines Erachtens kaum mehr aufrecht erhalten werden, denn es wird sehr selten der Fall sein, daß sich die Aufträge der Käufer und der Verkäufer unbedingt ausgleichen, und es müßten sehr schwierige, schwer zu behauptende Verwaltungsmaßregeln gegeben werden, um, wenn das nicht der Fall ist, statt des Eintretens des Maklers für diese Spitzen einen Repartirungsmodus im Umsehen festzustellen, denn das müßte doch eintreten. Man müßte einen Kurs finden, zu dem die meisten Aufträge sich begleichen, und da, wo sie sich nicht völlig begleichen, müßte man einen Repartirungskurs nehmen. Das würde nach meiner Auffassung auf recht erhebliche Schwierigkeiten stoßen und auch die Möglichkeit ergeben, daß hierbei, da das Interesse der Makler nicht mehr mitspricht, Irrthümer vorkommen, aber auch kleine Begünstigungen stattfinden, die allerdings nicht mehr dem Makler zu gute kommen, sondern draußen stehenden Personen.

Nun ist die zweite Bedingung, daß diese Makler für das Kursmachen die privilegirten Personen sind. Anders kann sich der Herr Sachverständige das nicht gedacht haben. Wenn sie die ausschließlich privilegirten Personen sind, so wird Jeder, der ein Interesse an der Kursnotirung hat, sich natürlich dieses Maklers bedienen. Aber derjenige, der ein Interesse hat, daß sein Kurs nicht notirt wird, der wird sich dieses Maklers grundsätzlich nicht bedienen. Nun bitte ich zu erwägen: da wird immer gesagt, dieses Interesse kann ein einseitiges sein; es kann aber auch ein entgegengesetztes sein der anderen Partei, welche nun wieder den Kurs notirt haben will. Das wird schon dazu führen, daß in dem einzelnen Fall keine einseitige

Notiz gemacht wird. Ich habe vorhin schon einen Fall konstatirt, der ist wirklich aus dem Leben gegriffen, daß eine solche Notirungsfeststellung durch den Makler, soweit der Makler dabei in Betracht kommt, die legalste von der Welt sein kann, und soweit die Partei in Betracht kommt, ein ganz unerlaubtes Geschäft sein kann. Auf diese Gefahr weise ich hin, weil ich glaube, daß das Schlimme, das für das draußen stehende Publikum gerade auf diesem Wege eingeführt wird, ein viel größeres ist, als der jetzt bestehende Uebelstand, den ich in keiner Weise ableugnen will, daß unter Umständen ein Makler, der es mit seiner Pflicht leicht nimmt, sein eigenes Interesse dabei verfolgt. Nun ist die Frage gestellt: was kostet diese Sache, wo kommt das Geld her? Da möchte ich zunächst darauf aufmerksam machen, daß die Sache nur durchzuführen ist, wenn wir eine geschlossene, nur für die Börse vorhandene Korporation haben. Sobald wir, wie das z. B. in Berlin der Fall ist, eine Korporation haben, die zwar auch die Börse als eine Veranstaltung des Handels errichtet hat, die daneben aber eine unendliche Menge anderer Dinge in Handel und Wandel wahrzunehmen hat, und dennoch gleichmäßig ihre Umlagen vertheilt — in dem Augenblick, wo das stattfindet, würde es nicht möglich sein, eine Korporation, von denen die Hälfte, vielleicht zwei Drittel, mit den Angelegenheiten der Börse gar nichts zu thun haben, zu belasten. Man müßte also nothgedrungen dazu kommen, eine geschlossene Börsenkorporation zu bilden. Allerdings würde diese Korporation dann fragen: geschieht denn das im Interesse der Börse und für sie, geschieht das nicht wesentlich im Interesse der Allgemeinheit? Und ist dann nicht, wenn man derartige Bestimmungen treffen will, der Staat derjenige, der seinen Säckel aufthun soll, um die Sache zu machen, wobei in Betracht kommt, daß dieser Makler eigentlich weniger Makler, das heißt Vermittler, als, ich möchte sagen, Notar und öffentlicher Beamter ist. Nun glaube ich allerdings, daß danach sich die Frage der Besoldung, je nachdem man diesen Gesichtspunkt zieht, sich ganz verschieden gestalten kann. Legt man bloß Gewicht auf Staatsbeamte, dann wird man natürlich zu einer sehr viel billigeren Besoldungsquote kommen, nachdem mir bekannt ist, daß in Berlin sich schon ehemalige Stabsoffiziere um den Posten eines Standesbeamten vielfach beworben haben. Will man aber eine besondere Sachkunde haben und wünscht man, daß die geeignetsten Leute für diesen Posten herangezogen werden, also diejenigen, die bisher das Maklergewerbe betrieben haben, wenn auch unter ganz anderen Verhältnissen, dann werden sich die Kosten allerdings erheblich erhöhen. Der Betreffende wird fragen: Wie stehe ich, wenn ich diesen Posten annehme, und wie, wenn ich als freier Makler das Vermittlergewerbe weiter betreibe? Dabei wird die Frage sich gliedern in Bezug auf solche Papiere, die zu einem Einheitskurs notirt werden, und in Bezug auf solche, die zu einem Vielheitskurse notirt werden. In Bezug auf letztere glaube ich, daß die Leute, die zu einem Vielheitskurse gehandelt haben, sich nur zu einem theueren Preise werden bereit finden lassen, die Stellung anzunehmen, namentlich gestützt auf den Umstand, daß sie in der That selbst mehr oder weniger übernehmen und das Risiko tragen müßten, und die Vermittlung, je nach ihrer persönlichen Kreditfähigkeit besonders hohen Lohn erheischte, was allerdings auch mit einem erheblichen Risiko verbunden wäre, während diejenigen, die also einfach die Kassakurse vermittelten, die mögen vielleicht der Meinung sein, daß sie eher auf diese Sache eingehen könnten.

Vorsitzender: Wir haben den Vorschlag, der heute neu auftauchte, nun wohl hinreichend nach allen Richtungen hin beleuchtet und gehen über zu Frage **14**:

> „Haben sich aus der Existenz und dem Betriebe der sogenannten Maklerbanken gemeinschädliche Uebelstände ergeben und wie ist denselben eventuell zu begegnen?“

Sachv. **Weidert:** Darüber steht mir ein Urtheil nicht zu; in München giebt es keine Maklerbanken.

Sachv. **von Pflaum:** Auch ich könnte darüber nichts Nachtheiliges sagen.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich auch nicht.

Sachv. **Lehmann:** Die Maklerbank ist eher als ein Gewinn für die Börse anzusehen.

Vorsitzender: Die Berliner Herren haben sich auch in diesem Sinne ausgesprochen. Sie haben in Frankfurt eine Maklerbank nicht?

Sachv. **Goldschmidt:** Nein, wir haben keine Maklerbank in Frankfurt.

Sachv. **Maier:** Ich muß mich von meinem Standpunkt aus entschieden gegen die Maklerbanken erklären.

Vorsitzender: Würden Sie zu deren Beseitigung Mittel vorschlagen?

Sachv. **Maier:** Es können nach meinem Vorschlage absolut freien Verkehrs sich ja auch Maklerbanken bilden, aber das müßten reine Privatinstitute sein.

(Zuruf: Sind sie jetzt auch.)

Graf **von Kanitz:** Der Herr Sachverständige Lehmann sagte gestern, daß bei der Kursfeststellung die Agenten der Maklerbanken einen gewissen Einfluß üben. Als ich denselben Punkt vor einigen Tagen zur Sprache brachte, wurde mir das von anderen Sachverständigen bestritten, und ich möchte mir deshalb die Frage erlauben, in welcher Weise nach seinen Wahrnehmungen gerade die Agenten der Maklerbanken einwirken.

Sachv. **Lehmann:** Die Einwirkung steht den Agenten der Maklerbanken in derselben Weise zu, wie jedem anderen Börsenbesucher. Ebenso wie es jedem Anderen frei steht, steht es natürlich auch dem Agenten der Maklerbanken frei, auf den Kurs einen Einfluß zu üben.

Graf **von Kanitz:** Sie hoben die Agenten der Maklerbanken besonders hervor als solche, welche einen hervorragenden Einfluß auf die Feststellung der Kurse ausüben.

Sachv. **Lehmann:** So habe ich das nicht gemeint. Ich habe es nur beispielsweise angeführt, daß es Agenten sind, die nicht ein derartiges — wenn ich so sagen darf — legitimes Interesse an der Feststellung der Börsenkurse haben, wie vielleicht ein Kapitalist. In diesem Gegensatz hatte ich das eigentlich gemeint und insofern hatte ich das als Nachtheil für die Bankiers bezeichnet, nicht für die vereideten Makler; denn für den ist es im Grunde genommen ganz gleich, wer die Courtage bezahlt. Ich habe es von dem Gesichtspunkte aus aufgefaßt, daß darin vielleicht eine Beeinträchtigung des reellen Bankgeschäfts liege, daß gelegentlich der Agent der Maklerbank im spekulativen Interesse dazwischen tritt und die Ausführung einer brieflich oder telegraphisch dem Bankier gegebenen Ordre dadurch verhindert, daß er zehn Pfennig höher bietet. Aber es wurde von Herrn Kommerzienrath Weidert das als vollständig zulässig und dem freien Verkehr entsprechend bezeichnet und die Korrektur durch die Oeffentlichkeit als maßgebend betrachtet; in Folge dessen ich mich in diesem Punkte vollständig bescheide. Nun möchte ich wissen, ob es richtig ist, daß in Berlin das Aeltestenkollegium der Kaufmannschaft oder das Börsenkommissariat einen Agenten der Maklerbank niemals zu einem vereideten Makler macht.

Graf **von Kanitz:** Wenn ich darauf Antwort geben darf, die Sache verhält sich so, daß die Maklerbank allerdings aus den Kreisen dieser Makler ihre Beamten nimmt, daß sie aber

an demselben Tage, wo sie eintreten, ihr eigentliches Maklergewerbe aufgeben. Die Agenten der Maklerbank sind nicht vereidete Makler.

Sachv. **Lehmann:** Das ist meines Wissens doch ganz anders. Die Maklerbank bildet die Firma für die abzuschließenden Geschäfte. Die angestellten Agenten beziehen keine festen Gehälter, sondern sie haben ihre Courtageantheile, und für das Obligo dem Kontrahenten gegenüber tritt die Maklerbank ein.

Graf **von Kanitz:** Da haben Sie mich falsch verstanden. Ich habe gesagt, die Agenten sind nicht vereidete Makler. Der Einfluß der Maklerbank beruht eben darin, daß die Agenten für ihr eigenes Risiko engagirt sind. Die Maklerbank haftet dem Agenten nur in Höhe des vorab festgestellten Vermögensbetrages der Kontrahenten. Der Agent ist mit seinem eigenen Vermögen engagirt für die Geschäfte, die er abgeschlossen hat. Daraus resultirt, daß die Agenten ein Interesse daran haben, einen gewissen Einfluß auf die thatsächliche Kursfeststellung zu üben. Ob dieser Einfluß ein legitimer ist oder nicht, lasse ich dahingestellt. Ich wollte nur meine Befriedigung konstatiren, daß der Herr Sachverständige dasjenige bestätigt hat, was ich früher anderen Sachverständigen gegenüber gesagt habe, und was mir bestritten worden ist.

Sachv. **Lehmann:** Wenn ich noch etwas darauf erwidern darf: im Allgemeinen hat die Maklerbank ein Interesse an der Kursfeststellung nicht, sondern ausnahmsweise kann ein persönliches Interesse des Agenten vorhanden sein.

Graf **von Kanitz:** Ich habe auch genau unterschieden, daß die Agenten diesen Einfluß ausüben, nicht die Maklerbank selbst.

Sachv. **Lehmann:** Das gilt doch immer nur in Ausnahmefällen.

Graf **von Kanitz:** Ich fasse die Sache so auf, daß die Maklerbank als solche an dem Kurs des Papiers kein Interesse hat. Sie bezieht nur ihre Tantieme.

Freiherr **von Huene:** Die Sache ist so, daß der Einfluß der Maklerbank darin besteht, daß durch die Gründung der Maklerbank eine große Anzahl von Agenten in umfangreicher Weise Geschäfte machen können, Geschäfte, die sie sonst an der Börse nicht in dem Umfange machen können, weil sie nicht das Vertrauen des Publikums für sich haben würden, während das Publikum jetzt weiß, die Maklerbank steht für sie ein, und das bietet den Agenten die Möglichkeit, größere Geschäfte zu machen. Dadurch übt indirekt die Maklerbank einen Einfluß auf die Börse.

Sachv. **Lehmann:** Ja, aber völlig in den Grenzen des freien Verkehrs.

Graf **von Kanitz:** Ich möchte, um alles Mißverständniß auszuschließen, einmal hervorheben, daß ich in keiner Weise ausgesprochen habe, daß die Maklerbank einen unberechtigten Einfluß auf den Kurs hat. Das hat auch Keiner behauptet. Es war von den Agenten die Rede, die ein Interesse an der Kursfeststellung haben.

Vorsitzender: Wir können dann zu den Fragen 15 bis 17 übergehen, die wir zusammenfassen. Frage 15 betrifft die Börsenordnung, Zulassung zum Börsenbesuch, Frage 16 das ehrengerichtliche Verfahren und 17 die Aufsicht durch Staatskommissare.

Sachv. **Weidert:** Bestimmungen über die Zulassung zum Börsenbesuch und Ausschließung von demselben bestehen bei uns. Die Zulassung ist indessen nicht durch persönliche Empfehlung, noch durch Bürgschaft oder Realkaution bedingt, sondern einzig und allein durch die Mitgliedschaft zum Handels-

verein. Ich habe schon angedeutet und wiederhole hier: es scheint mir im Interesse der Börse zu liegen, daß sie unter die Handelskammer gestellt wird, nicht aber, wie ich nochmals betonen möchte, unter Staatsaufsicht.

Vorsitzender: Können auch Nichtmitglieder des Handelsvereins die Zulassung zum Börsenbesuch verlangen?

Sachv. **Weidert:** Verlangen nicht.

Vorsitzender: In der Börsenordnung heißt es aber: alle Mitglieder des Handelsvereins sind zum Börsenbesuch berechtigt. Nichtmitglieder erhalten Monats- und Wochenkarten. Geschieht das in großem Umfange?

Sachv. **Weidert:** Nein. Davon ist mir nichts bekannt. Es sind wohl Privatpersonen, die sich hier und da eine Karte geben lassen.

Vorsitzender: Müssen die Privatmakler auch ein solche Karte haben?

Sachv. **Weidert:** Das sind Mitglieder des Handelsvereins.

Vorsitzender: Es ist vielfach vorgeschlagen worden, die Empfehlung einer größeren Zahl von Mitgliedern zu verlangen. Wir können uns nicht allein an die Bestimmungen der Münchener Börse halten; wir müssen auch an andere Börsen denken, und da ist gefordert worden, man soll eine Empfehlung von 10 bis 12 Mitgliedern verlangen.

Sachv. **Weidert:** Ich kann mir nicht denken, daß das irgendwie einen Vortheil bieten könnte.

Vorsitzender: Das würde eine Art von moralischer Garantie bilden.

Sachv. **Weidert:** Ob die genügen würde, ist eine andere Frage. Es kommt darauf an, wer die Leute sind. Ich bin der Meinung, wenn die Börse unter die Aufsicht der Handelskammer gestellt wird, so haben wir schon eine genügende Garantie.

Vorsitzender: Die Handelskammer würde auch, bevor sie die Zulassung ausspricht, sich vorher zu informiren haben?

Sachv. **Weidert:** Gewiß. Ich denke mir die Sache so. Die Handelskammer selbst wird die Funktion nicht auszuüben in der Lage sein, sondern eine Deputation oder einen Ausschuß einsetzen müssen.

Vorsitzender: Wie denken Sie über die Wiederzulassung solcher Personen, welche ihre Zahlungen eingestellt haben?

Sachv. **Weidert:** Hier ist gefragt, ob Leute, die ihre Zahlungen eingestellt haben, zum Börsenbesuche wieder zugelassen werden sollen, falls sie darthun, daß sie unverschuldet in diesen Zustand gerathen sind oder ob nur von ihnen nachzuweisen ist, daß sie ihre sämmtlichen früher unbezahlt gelassenen Verpflichtungen erfüllt haben. Selbst auf die Gefahr hin, mich wieder in Widerspruch mit der Mehrzahl der Herren zu setzen, muß ich erklären, in meiner Praxis ist mir bisher eine unverschuldete Zahlungseinstellung nicht bekannt geworden.

Vorsitzender: Ich meine, das kommt doch recht häufig vor.

Sachv. **Weidert:** Ich stehe lange im Geschäftsleben, habe aber eine unverschuldete Zahlungseinstellung noch nicht wahrgenommen; über den Begriff „unverschuldet“ kann man allerdings verschiedener Meinung sein.

Vorsitzender: Man kann in Folge der verschuldeten Zahlungseinstellung eines Anderen selbst ohne Verschulden die Zahlung einstellen müssen.

Sachv. **Weidert:** Wenn man mehr Verpflichtungen auf sich genommen hat, als man zu erfüllen in der Lage ist. Ist Jemand, der seine Zahlungen eingestellt hat, seinen unerfüllt gelassenen Verpflichtungen nachträglich völlig gerecht geworden, so würde in solchem Falle die Wiederzulassung erfolgen können.

Vorsitzender: Sie wollen also Leute, die sich im Wege des Zwangsvergleichs oder freien Vergleichs mit ihren Gläubigern geeinigt haben, nicht wieder zulassen?

Sachv. **Weidert:** Die würde ich nicht zulassen.

Vorsitzender: Das ist eine etwas harte Bestimmung, die Leute müßten sich dann einen anderen Beruf wählen.

Sachv. **Weidert:** Ich weiß, daß ich hart bin, allein --

Vorsitzender: Würden Sie hinsichtlich der Ausschließung bestimmte Normen empfehlen? Die Ausschließung ist ein sehr gutes Mittel, um unlautere Elemente von der Börse zu entfernen, die sich gegen das Ansehen des Handelsstandes vergangen haben. Das würde die härteste Strafe für einen Börsenbesucher sein.

Sachv. **Weidert:** Sie würde je nach dem Fall einzutreten haben, zeitweise oder definitiv. Das müßte in der Hand der Börsenvorstandschaft liegen. Bei unsolidem Geschäftsbetrieb würde ich ein zeitweises, bei Wiederholung ein dauerndes Ausschließen empfehlen.

Vorsitzender: Wenn Jemand sich gegen die öffentliche Ordnung vergeht, wenn er zu Schimpfreden oder zu Thätlichkeiten greift, was ja auch vorgekommen ist, würden Sie da auch die Ausschließung zulassen?

Sachv. **Weidert:** Die Ausschließung auf Zeit.

Vorsitzender: Nun ist von einer Seite empfohlen, Verletzungen der Standesehre besonders zu strafen, und zwar mittelst Einsetzung eines Ehrengerichtes, das in organischer Verbindung mit der Börse zu stehen, in geordneter Weise zu untersuchen und vorbehaltlich der ordentlichen Rechtsprechung auf Strafe zu erkennen hätte.

Sachv. **Weidert:** Bei größeren Börsen wird sich das wohl empfehlen, bei kleineren Börsen wird die Nothwendigkeit nicht gegeben sein. Da kann der Ausschuß die Sache in die Hand nehmen.

Vorsitzender: Dann ist angeregt worden, es müsse ein besonderes Organ geschaffen werden, welches staatsanwaltschaftliche Funktionen zu übernehmen hätte.

Sachv. **Weidert:** Dagegen würde ich mich mit aller Entschiedenheit aussprechen. Der Staat soll sich nicht einmischen. Ich glaube, daß der Handelsstand in der Lage ist, durch sein Organ, den Vorstand, die Ordnung zu wahren und Alles, was nothwendig ist, herbeizuführen.

Vorsitzender: Daß ein Staatskommissar in Oesterreich besteht, ist Ihnen bekannt?

Sachv. **Weidert:** Jawohl. Ich habe aber nicht gehört, daß besondere Vortheile daraus erwachsen sind.

Sachv. **von Pflaum:** Bei der Kürze der Zeit, die uns zur Verfügung steht, werde ich mich kurz fassen. Ich denke mir die Institution der Börse als einen Verein, der von gesetzlich bestimmten Ausschüssen und Organen geleitet wird. Die Aufnahme in diesen Verein möchte ich nicht von einer Kaution, aber jedenfalls von einer Empfehlung von Mitgliedern abhängig machen. Das Interesse jeder Börseninstitution ist es, daß sie nur solche Mitglieder aufnimmt, die thatsächlich zur Börse gehören und durchaus ehrenhaften Ruf genießen. An der

Wiener Börse werden die Mitglieder aufgenommen, wenn sie von zwei Mitgliedern des Börsenraths empfohlen, oder durch Aushang, wenn sie von zwei Mitgliedern der Börse vorgeschlagen sind. Ich würde diesen Aufnahmemodus auch für die deutschen Börsen empfehlen, demgemäß keine Ballotage für nöthig erachten, wenn zwei Mitglieder des Börsenausschusses Jemanden zur Aufnahme empfehlen, wenn aber diese Empfehlung nicht vorhanden ist, müßte der Vorschlag der Aufnahme von mehreren Börsenmitgliedern erfolgen und durch Aushang des Namens der Vorgeschlagenen müßte den Mitgliedern des Börsenvereins Gelegenheit gegeben werden, sich gegen dessen Aufnahme zu erklären, sofern über die Redlichkeit, Ehrenhaftigkeit und Zahlungsfähigkeit begründete Anstände vorhanden sind.

Vorsitzender: Wenn Mitglieder Jemand empfehlen, so soll außerdem ein öffentlicher Aushang stattfinden?

Sachv. **von Pflaum:** Wenn es sich um eine Persönlichkeit handelt, bei der man unbedingt sicher ist, so werden ein paar Börsenräthe immer bereit sein, die Mitgliedschaft zu empfehlen. Ist das nicht der Fall, dann würde ich es im Interesse des Ansehens des Börsenvereins für richtig erachten, wenn durch Aushang jedem Mitglied Gelegenheit gegeben wird, sich über die Verhältnisse der Aufzunehmenden zu informiren und zu äußern.

Vorsitzender: Würden Sie den Organen des Vereins das Recht beilegen, einen Börsenbesucher zeitweise oder ganz auszuschließen?

Sachv. **von Pflaum:** Eine Disziplinarbefugniß würde ich deshalb gestatten, weil ich für das ehrengerichtliche Verfahren unbedingt einstehe. Ich glaube, daß das Ansehen der Börse dadurch gehoben werden könnte. Da die Elemente, die die Börse besuchen, so verschiedenartig sind wie bei keiner anderen Berufsklasse, so müßte dem Ehrengericht auch die weiteste Freiheit gegeben werden, sowohl in seiner Judikatur als auch in der Art der Strafe, welche eintreten soll. Es könnten ja verschiedene Grade sein, die hierbei zum Ausdruck kommen. Das Allerletzte wäre der vollständige Ausschluß aus dem Verein. Aber ich glaube, daß dies absolut nothwendig ist, um der Institution, die leider in den letzten Jahren in ihrem Ansehen so sehr geschädigt ist, das Ansehen wieder zu verschaffen, welches sie in früheren Zeiten hatte und welches sie, wenn sie ihren wirthschaftlichen Aufgaben gerecht werden soll, auch haben muß.

Freiherr **von Huene:** Der Aushang scheint mir ganz praktisch. Ich möchte nur wissen: wie denkt sich der Herr Sachverständige, daß der Ausschuß ein Veto einlegt?

Sachv. **von Pflaum:** Er braucht keine Gründe anzugeben. Er würde bei Reklamationen, welche ihm begründet erscheinen, einfach die Aufnahme in den Verein verweigern.

Vorsitzender: Das ist nicht mehr wie billig. Welches ist Ihre Ansicht über die Frage der Wiederzulassung?

Sachv. **von Pflaum:** Es soll Jeder, der seinen Verpflichtungen nachgekommen ist, d. h. wenn er sich mit seinen Gläubigern verständigt hat und die Gläubiger dagegen keine Opposition machen, zugelassen werden. Ob die frühere Zahlungsunfähigkeit ein Hinderniß der Aufnahme sein sollte, darauf würde ich weniger Gewicht legen, damit der Betreffende wieder eine Existenz an der Börse erhalten und dadurch sein Leben fristen kann.

Vorsitzender: Sie wollen die Wiederzulassung von dem Nachweis abhängig machen, daß der Antragsteller sich mit seinen Gläubigern auseinandergesetzt hat. Es wird aber immer unter den Gläubigern solche geben, die sehr geneigt sind, auf ihre Forderungen zu verzichten, vielleicht nahe Verwandte. Soll man da immer den Nachweis der Zahlung sämmtlicher Forderungen verlangen? Würde das nicht zu weit führen?

Sachv. **von Pflaum:** Ich bin der Ansicht, daß nicht nur Bezahlung, sondern auch ein Vergleich die Zulassung ermöglichen sollte. Nach meiner Erfahrung ist das auch leicht erreichbar, denn es liegt im Interesse der Gläubiger, daß sie dem Schuldner zu einer Existenz wieder verhelfen, und wenn er unverschuldeter Weise in Insolvenz gekommen ist, so wird mit seltenen Ausnahmen in der Regel auch ein Vergleich leicht erfolgen. Ich würde entschieden darauf sehen, daß die Erfüllung der Verbindlichkeiten eine Vorbedingung der Aufnahme an der Börse ist.

Freiherr **von Huene:** Vielleicht würde es zweckmäßig sein, bei der Wiederzulassung ausschließlich den Weg des Aushangs einzuführen, nicht die Entscheidung dem Vorstand zu überlassen, damit das immer in voller Oeffentlichkeit geschieht.

Sachv. **von Pflaum:** Wenn zwei Mitglieder des Ausschusses den Betreffenden zur Wiederaufnahme empfehlen, so würde mir dies genügen. Ich bin der Meinung, daß sich nicht Ausschußmitglieder finden werden, die ihn empfehlen, ohne daß sie die Ueberzeugung haben, daß thatsächlich die Empfehlung berechtigt ist.

Freiherr **von Huene:** Die Herren können vielleicht nicht in Kenntniß aller Dinge sein. Durch den öffentlichen Aushang wird bewirkt, daß die Börse erklnrt: wir haben gegen die Zulassung kein Bedenken. Wenn der gesammten Börse Gelegenheit gegeben wird, sich zu äußern, so wird Keiner sagen können, daß ein Makel darauf liegt. Der Vorwurf falscher Rücksichten, von Durchstechereien — alles würde vermieden werden.

Sachv. **von Pflaum:** Ich lege einen großen Werth darauf, daß einheitliche Bestimmungen getroffen werden, und betone, daß sich das von mir vorgeschlagene Verfnhren, das so einfach ist, an der Wiener Börse, die viel schwierigere Verhältnisse bietet als unsere Börsen, thatsächlich bewährt hat.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte doch fragen, ob der Herr Sachverständige das so meint: insoweit dem Vorstand einer Börse bekannt ist, daß Jemand seine Zahlungen eingestellt hat, so hat er dafür zu sorgen, daß der Betreffende von der Börse verschwindet und auch dabei zunnchst sein Recht, an der Börse zu erscheinen, überhaupt verliert. Seine Wiederzulassung soll nun an die Bedingung geknüpft werden, daß er keinen Gläubiger mehr hat, der eine liquide Forderung an ihn hat. Es kann aber möglicherweise ein Vergleich getroffen sein, derart, daß er ihm, ich will sagen, 50 Prozent baar geznhlt hat und 50 Prozent versprochen, also einen sogenannten Besserungsschein ausgestellt hat für den Fall, daß er in bessere Verhältnisse kommt. Ich nehme an, daß Sie nicht verlangen den Nachweis der vollen Bezahlung sämmtlicher Gläubiger, sondern nur den Nachweis, daß keine liquide Forderung vorhanden ist. Wenn er das gethan hat, so kann er den Antrag stellen, wieder aufgenommen zu werden, und er darf in einem solchen Fall nicht a limine abgewiesen werden. Was die Frage anlangt, ob man eine Empfehlung oder den Aushang an der Börse fordern soll, so glaube ich, es wird sich vielleicht empfehlen, Beides zu kombiniren, daß zwei oder drei Mitglieder je nnchdem ihn empfehlen müssen, aber auch in jedem Fall ein Aushang an der Börse gemacht werden soll. Wenn ein Einspruch kommt, so wird der Einsprechende gehört. Kommt keiner, so giebt der Vorstand sein Gutachten ab, ob er ihn aufnehmen will. Da ist aber ein Punkt, den ich zu beachten bitte: soll man dem Vorstand sagen: „wenn zwei empfohlen haben, wenn ein Aushang gewesen ist und kein Anspruch erfolgt ist, dann mußt du ihn aufnehmen", oder soll man sagen: „der Vorstand kann ihn aufnehmen"? Im ersteren Fall würde unter Umständen der Vorstand gar nicht mehr der Wahrer des Ansehens der Börse sein können.

Sachv. **von Pflaum:** Der Ausschuß muß unter allen Umständen das Recht haben, über die Aufnahme zu entscheiden. Nach meinem Vorschlage soll, wenn eine Persönlichkeit zweifellos ist und wenn zwei Mitglieder des Kollegiums den Betreffenden empfehlen, überhaupt kein Aushang stattfinden, sofern der Ausschuß damit einverstanden ist. Würde im Ausschuß nicht Stimmeneinhelligkeit vorhanden sein, so müßte der Aushang stattfinden.

Vorsitzender: Herr Geheimrath Frentzel schlug eine Kombination beider modi vor.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es ist gesagt worden, man soll den Leuten, die in Zahlungsverlegenheit gekommen sind, wieder Gelegenheit geben, ihre Verpflichtungen zu erfüllen. Sind das aber nicht gerade die gefährlichsten Elemente, die nichts zu verlieren haben, und die nur gewinnen können? Sind das nicht die Elemente, die sich am meisten der Spielsucht hingeben, die Bankerott gemacht haben, wenn sie wieder zur Börse zugelassen werden?

Sachv. **von Pflaum:** Deshalb betone ich eben, daß ich den Schwerpunkt der Aufnahme dem Kollegium, dem Ausschuß, anheimstellen will. Dieses Kollegium hat zu entscheiden, ob in dem speziellen Falle alle die Vorbedingungen erfüllt sind und der Mann geeignet ist, wiederum an die Börse überhaupt zu kommen. Wenn z. B. ein Schwindler, der bedeutend über seine Kräfte gegangen ist, nachher sich durch glückliche Umstände verglichen hat, so wird man sagen, ein solches Individuum können wir an der Börse nicht gebrauchen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn ich Sie recht verstanden habe, so würden Sie Leute, die durch das Differenzgeschäft in großem Umfange in Vermögensverfall gerathen sind, prinzipiell von der Börse ausschließen.

Sachv. **von Pflaum:** Es würde wünschenswerth sein.

Graf **von Arnim:** Die Frankfurter Börse steht ja unter der Aufsicht der Handels- und Gewerbekammer, was ich für ersprießlich halte. Den Zustand in Berlin finde ich höchst bedenklich deshalb, weil aus 1600 Inkorporirten die Aeltesten der Kaufmannschaft und die Börsenkommissionen gewählt werden, die über die Börse zu bestimmen haben, während in Stuttgart und in Frankfurt das gesunde Verhältniß besteht, daß eine außerhalb der Börse stehende Korporation die Aufsicht führt. Die Vermuthung liegt doch sehr nahe, daß das Produkt dieser 1600 Inkorporirten häufig Richter in eigener Sache sein wird und eine geringere Selbstständigkeit haben wird als eine Handels- und Gewerbekammer, wie sie den anderen Börsen vorgestellt ist. Thatsache ist, daß bei dem jetzigen Verfahren Leute zur Börse zugelassen werden, die besser nicht dahin gehören. Wie viele Herren, die an die Börse gehen, haben mir gesagt: Wie angenehm wäre es uns, wenn wir in anständigerer Gesellschaft wären, und wir würden uns sehr freuen, wenn eine Purifikation eintreten würde, und gewisse Elemente, die das Ansehen der Börse schädigen, nicht da wären. Ich frage, ob der Herr Sachverständige nicht glaubt, daß durch eine hohe Realkaution Abhilfe geschaffen werden könnte. Es würde die Forderung einer Realkaution den Vortheil haben, daß gerade Derjenige, der zahlungsunfähig geworden ist, so lange er die Realkaution nicht zu zahlen in der Lage ist, nicht wieder an die Börse kommen kann.

Sachv. **von Pflaum:** Ich erlaube mir zu bemerken, daß diese Realkaution von keiner großen Wirkung sein würde. Wie hoch will man diese greifen? In London sind 500 Pfund oder 10 000 Mark normirt. Was will das heißen gegenüber den großen Engagements, welche im Laufe eines Monats bis zur Ultimoabwickelung von jedem Einzelnen eingegangen werden. Ich erwarte viel mehr von der Polizei, welche der Ausschuß

an der Börse handhabt. Ich glaube mich auch nicht zu irren, wenn ich annehme, daß das Aeltestenkollegium in Berlin besser für die gute Ordnung und korrekte Haltung der Börsenmitglieder sorgen kann, als wenn dieselbe durch Realkaution gesichert werden soll. Das Aeltestenkollegium untersteht dem Handelsministerium, so daß auch dieses eine Kontrole ausübt. Wir haben allerdings zwei Stellen: die Zentralstelle für Gewerbe und Handel und dann das Ministerium. Aber das ist hier wohl ganz ähnlich, da zunächst das Polizeipräsidium und nachher das Ministerium des Handels mitzusprechen hat.

Vorsitzender: Das Polizeipräsidium hat damit nichts zu thun; es heißt im Gesetz nur Staatsaufsicht.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will nur ganz kurz bemerken, die Angaben des Herrn Grafen Arnim würden schlüssig sein, wenn die 1600 korporirten Mitglieder ein wesentliches Interesse an der Börse hätten. Dieses ist aber thatsächlich nicht der Fall. Die große Mehrheit dieser 1600 hat gar kein Interesse an der Gestaltung der Börsenthätigkeit, und auch die von ihnen gewählten Organe, die Aeltesten, sind in ihrer Person und in ihrer Majorität nicht solche, die ein persönliches Interesse an der Gestaltung der Börse haben.

Graf **von Arnim:** Ich möchte nur prinzipiell bemerken, daß ich ganz entgegengesetzter Ansicht bin und mir vorbehalte, später darauf zu antworten, da die Mitglieder der Kommission doch zur Zeit unter einander nicht diskutiren sollen.

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe nur zu bemerken, daß ich Werth darauf lege, daß ein Ehrengericht konstituirt wird, ähnlich wie in anderen Berufsklassen, daß ihm auch weitgehende Befugnisse zuerkannt werden, damit es nicht nur eigentliche Vergehen gegen das Strafgesetzbuch, sondern auch Verstöße gegen die bürgerliche Ehre entsprechend ahnden und unter Umständen unmöglich machen kann.

Vorsitzender: Was würden Sie als Strafen bestimmen?

Sachv. **von Pflaum:** Zeitweilige oder gänzliche Ausschließung aus dem Verein und Geldstrafen. Das Ehrengericht sollte zusammengesetzt sein aus dem Ausschuß des Börsenkommissariats und Vertretern der Börsenbesucher.

Vorsitzender: Vorbehaltlich der ordentlichen Gerichte?

Freiherr **von Huene:** Richterliche Personen würden Sie nicht hinzuziehen?

Sachv. **von Pflaum:** Nein, ich würde Alles durch die Standesgenossen zur Entscheidung bringen lassen.

Vorsitzender: Ein staatliches Organ wollen Sie auch nicht haben?

Sachv. **von Pflaum:** Nein, wie ich bereits bemerkt habe. Ich bin entschieden gegen staatliche Beamte bei Besetzung des Ehrengerichts. Das kann nur zu Mißständen führen, hat aber keinen Vortheil.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Sie redeten aber doch einer allgemeinen Staatsaufsicht, wie wir sie in Preußen haben, das Wort. Eine Reihe von Staaten, z. B. Bayern, hat eine derartige Staatsaufsicht nicht.

Sachv. **von Pflaum:** Ich lege nur Werth darauf, daß das überwachende Organ eine staatliche Behörde ist.

Vorsitzender: Die Börse steht in Bayern nicht unter Staatsaufsicht. Eine solche allgemeine Staatsaufsicht würden Sie aber befürworten?

Sachv. **von Pflaum:** Gewiß.

Sachv. **Dr. Simon:** Ich stehe im Wesentlichen auf dem Standpunkt der Vorredner. Ich wünschte nur, daß dem Ehren-

gericht das Recht eingeräumt werden soll, die Gerichte wegen eidlicher Vernehmungen zu requiriren. Das ist eine Berechtigung, die uns fehlt. Bezüglich der unverschuldeten Zahlungseinstellung erkläre ich mich für eine mildere Praxis und würde dafür sein, daß nur in der Regel die Zahlungsverpflichtungen erfüllt sein müssen; und dann würde ich dem Börsenvorstand die Entscheidung über den einzelnen Fall überlassen.

Sachv. **Lehmann:** Ich stehe auf dem Standpunkt des Herrn von Pflaum, daß gewisse Erschwerungen und Sicherungen für Diejenigen, die die Börse besuchen, vorgeschlagen werden müssen.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich hätte nichts weiter hinzuzufügen. Ich bin dafür, daß das Schiedsgericht auch zugleich die Funktionen des Ehrengerichts hat.

Vorsitzender: Bis jetzt hatte es diese nicht?

Sachv. **Goldschmidt:** Bis jetzt waren die Fälle der Handelskammer allein zur Entscheidung überwiesen.

Vorsitzender: Sind bei Ihnen Fälle vorgekommen, wo Jemand wegen unanständigen geschäftlichen Verfahrens ausgeschlossen wurde?

Sachv. **Goldschmidt:** Mir ist kein Fall bekannt.

Sachv. **Maier:** Ich kann mich nur kurz dahin äußern — das ist die selbstverständliche Konsequenz meiner ganzen Auffassung, daß die einzelne Börse als gewisse selbstständige Korporation unter Selbstverwaltung stehen soll —, daß ich den gegenwärtigen Zustand einer mehr oder weniger zufälligen Vereinigung unter einer mehr oder minder strikten Ueberwachung der Handelskammer oder ähnlicher Organe oder gar eines Handelsvereins für nicht sehr wünschenswerth halte. Ich glaube, es steht in Zusammenhang mit meiner gesammten Auffassung der Börse als eines wirthschaftlichen Organismus, der auch materielle Funktionen zu erfüllen hat, daß dieser Organismus nur aus einer Korporation bestehen kann, die wiederum zusammengesetzt sein muß ausschließlich aus allen denjenigen Berufsgenossen, die dem betreffenden Erwerbszweige angehören. Ich sehe selbstverständlich ab von der gewordenen Einrichtung, die sich speziell an den Hansaplätzen entwickelt hat, wo die Börse der Sammelpunkt aller Handelsinteressen überhaupt geworden ist. Ich spreche von der Effektenbörse, wie sie in Frankfurt und Berlin besteht. Ich bin der Ansicht, daß an dieser Börse nur Derjenige etwas zu thun hat, der berufsmäßig mit Effekten handelt. Jeder Andere, der mit der Börse in Beziehung treten will, muß sich der Vermittlung eines dort thätigen Vermittlers bedienen, eines Kommissionärs oder Maklers. Wenn jemals der Zutritt von anderen Personen für nöthig gefunden werden könnte — eine Nothwendigkeit, die ich nicht einzusehen vermag; ich habe niemals besonderen Werth darin gefunden, daß die Frankfurter Privatiers an der Börse spazieren gehen —, so käme dafür vielleicht der Vorschlag in Betracht, daß gewisse Bewilligungen stattfinden könnten, die allerdings von der betreffenden Börsenbehörde gemacht werden müßten. Ich würde an Börsen, wie z. B. Berlin, wo eine Produkten- und eine Effektenbörse neben einander besteht, den gegenseitigen Besuch beider Börsen ausschließen. Ich bin der Ansicht, daß der Bankier an die Effektenbörse, der Produktenhändler an die Produktenbörse gehöre. Was ich dabei ausschließen will, das ist eben, daß der Bankier ein Produktengeschäft und der Produktenhändler direkt ein Bankiergeschäft macht. Ich wünsche, daß sie sich in solchen Fällen der Vermittlung eines Kommissionärs oder Agenten oder Maklers der betreffenden Branche bedienen.

Ueber die Frage der Wiederzulassung bei Zahlungseinstellung will ich mich nicht weiter äußern. Der Gegenstand scheint mir genügend erschöpft zu sein. Ich bin weiter der Ansicht, daß eine starke Rücksicht auf die Achtbarkeit und Solvenz

der Börsenmitglieder und deshalb auch ein ehrengerichtliches Verfahren nothwendig ist, und ich möchte befürworten, daß die Sachverständigenvereine, die für verschiedene andere Funktionen schon von mir vorgeschlagen sind, auch für derartige Entscheidungen als maßgebend betrachtet werden möchten.

Vorsitzender: Dann können wir wohl diesen Gegenstand verlassen und zu der letzten Gruppe von Fragen übergehen, die mehr das Handelsrecht betreffen. Dazwischen steht aber noch Frage 18, welche Maßregeln sich empfehlen, um dem schädlichen Reklamewesen und der bewußten Irreleitung des Publikums durch die Presse und der Verbreitung falscher Gerüchte entgegenzutreten, ob insbesondere die hinsichtlich der Aktien gegebenen Strafbestimmungen auch auf andere Papiere und selbst auf den Waarenhandel auszudehnen sind.

Sachv. **Weidert:** Ausschreitungen, wie Frage 18 sie zur Voraussetzung hat, sollten mit strengen Strafen belegt und eventuell durch zeitweise oder gänzliche Ausschließung von der Börse geahndet werden können.

Was nun den zweiten Absatz anlangt, so glaube ich, daß eine Ausdehnung der Bestimmungen in § 249 d 1 und 2 auch auf Obligationen in der That sich empfehlen würde. Wenn sich die Strafbestimmungen lediglich auf Aktienunternehmungen erstrecken, so erkläre ich mir dies durch den Umstand, daß hierbei größere Schaden zu Tage getreten sind. Ich bin übrigens auch der Meinung, daß, wo sich schädliche Einflüsse einstellen beim Verkauf von Aktien, der Artikel 249d schon die Handhabe zum Einschreiten geben dürfte, und sehe nach dieser Richtung die Nothwendigkeit einer Erweiterung nicht ein, könnte aber in eine solche willigen für Fälle, in welchen eine betrügerische Absicht vorgelegen hat oder auf Täuschung berechnete Mittel angewendet werden.

Vorsitzender: Bei Aktien?

Sachv. **Weidert:** Jawohl, die Ausdehnung der Strafbestimmungen auf Obligationen würde ich für angezeigt finden und bin der Meinung, daß Absatz 2 sowohl beim Kauf als beim Verkauf in Geltung zu treten hat.

Vorsitzender: Das ist selbstverständlich. Andere Mittel würden Sie nicht vorschlagen als disziplinarische Vorschriften?

Sachv. **Weidert:** Andere Mittel vorzuschlagen vermag ich nicht.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte fragen, ob nicht Personen, die nicht Mitglieder der Börse sind, denen aber der Zutritt zur Börse gestattet ist, auch unter die Disziplinarbefugniß des Börsenkommissariats gestellt werden sollen? Soll die Börseninstanz befugt sein, wenn der Betreffende Mißbrauch getrieben, falsche Gerüchte verbreitet hat, die Karte zum Börsenbesuch zeitlich oder dauernd zu entziehen?

Sachv. **Weidert:** Ich möchte es als selbstverständlich ansehen, daß gegen jeden, der die Börse besucht und hiernach der Disziplin des Börsenvorstandes unterliegt, dieselbe auch in Anwendung gebracht wird.

Graf **von Arnim:** Ich möchte doch bitten zu erwägen, ob das nicht seine Bedenken hat. Es kann der Fall eintreten, daß ein Blatt, welches eine unabhängige Kritik übt, die der Börse unangenehm ist, dadurch mundtodt gemacht wird, daß die Börse sich rächt und den Betreffenden straft, indem sie ihm die Karte entzieht. Sie gefährden damit gewissermaßen die Unabhängigkeit der Presse, die ich gegenüber der Machtstellung der Börse unter allen Umständen aufrecht erhalten wissen will. Ich stelle das zur Erwägung anheim.

Sachv. **Weidert:** Ich bestreite diese Auffassung in jeder Hinsicht. Zuvörderst muß ich bemerken, wird sich die Vorstandschaft wohl überlegen, ob sie gegen ein Mitglied der Presse

vorgeht. Wir wissen doch alle, welche Macht die Presse besitzt, und die Vorstandschaft wird sich vorsehen. Im Uebrigen aber meine ich: in meinem Hause bin ich Herr, und wenn darin ein Unrecht oder etwas Unziemliches geschieht, so muß ich mein Hausrecht wahren.

Graf **von Arnim**: Ich möchte nur darauf aufmerksam machen, daß auch die Börse eine Macht ist, und daß die Börse nicht sagen kann, ich will allein Herr in meinem Hause sein. Das Publikum und das ganze Volk hat an den gesunden und festen Fundamenten dieses Hauses ein großes Interesse; denn die Börse ist nicht Selbstzweck, sondern nur Vermittlerin zwischen Angebot und Nachfrage seitens des Publikums.

Sachv. **von Pflaum**: Ich möchte mir gestatten zu bemerken, daß ich die erlaubte Reklame für solide Transaktionen als absolut zulässig erachte. Da das Wort Reklame so sehr verpönt ist, schicke ich das voraus. Allerdings, falsche Reklame, welche zur Irreleitung des Publikums führt, die halte ich für strafbar. Ich lege Werth darauf, hier zu betonen, daß es eine Reklame giebt, welche den geschäftlich gesunden Transaktionen dient und welche durchaus zulässig ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp**: Der Herr Vorredner hat sich in einer gewissen Tautologie bewegt; wenn etwas erlaubt ist, so hält er es für zulässig. Nun möchte ich fragen, ob er für zulässige Reklame die Aufforderung an das Publikum hält, wie sie sich in der Presse findet, mit beschränktem Risiko zu spekuliren?

Sachv. **von Pflaum**: Nein, das ist kein wirthschaftliches Bedürfniß —

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp**: Ich stimme Ihnen darin bei.

Sachv. **von Pflaum**: Ich meine eine Reklame, die darin besteht, daß man sagt, was wahr ist, sollte erlaubt sein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp**: Das ist dann keine Reklame. Ich nehme an, daß hier an dieser Stelle das Wort „Reklame" ganz anders aufgefaßt wird, nämlich als „schädliche Reklame" und als Irreleitung des Publikums.

Sachv. **von Pflaum**: Eine solche Reklame sollte allerdings strafbar sein. Die Abgrenzung ist schwierig, aber das ist Sache der Herren Juristen.

Professor Dr. **Schmoller**: Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht zugeben muß, daß die Grenzziehung zwischen schädlicher und heilsamer Reklame eine außerordentlich schwierige ist, daß ein großer Theil der Presse, die Einen in wohlwollender, die Anderen in nicht wohlwollender Weise über neue Unternehmungen urtheilt, je nachdem gewisse Zuwendungen den betreffenden Organen oder deren Redakteuren gemacht werden.

Sachv. **von Pflaum**: Ich halte jede unlautere Handlungsweise für absolut verwerflich. Aber daß Jemand aus Ueberzeugung etwas empfehlen und wohlwollend darstellen kann, das halte ich für gerechtfertigt.

Dann möchte ich, daß der § 249d auch auf Obligationen, überhaupt auf jede Kategorie von Werthpapieren ausgedehnt wird.

Sachv. Dr. **Simon**: Ich stehe auf dem Standpunkt des Ehrengerichts und bin für die Ausdehnung des Artikels 249d des Handelsgesetzbuches.

Sachv. **Lehmann**: Ich verzichte auf weitere Ausführungen.

Sachv. **Goldschmidt**: Ich auch.

Sachv. **Maier**: Ich möchte mir zu dem Paragraphen, betreffend das schädliche Reklamewesen und die bewußte Irre-

leitung, die Bemerkung erlauben, daß selbstverständlich gegen das schädliche Reklamewesen und die bewußte Irreleitung eingeschritten werden muß, daß ich aber in Verbindung mit dem Gedanken, den ich gestern schon geäußert habe, der Ansicht bin, daß damit die Beziehungen der Presse zur Börse nicht vollständig getroffen werden. Ich habe mir erlaubt, den Vorschlag zu machen, um den bedeutenden Einfluß der sogenannten direkten Börsenpresse auf die Börse möglichst zu vermindern, daß die Börsenkursblätter — und das würde wieder durch die Bildung einer Korporation, die auch materiell fungirt, begünstigt werden —, daß die gegenwärtigen Börsenkursblätter mit einer größeren Fülle von objektivem, rein sachlichem Material ausgerüstet und zu weit billigerem Preise, als es heute der Fall ist, in weitgehendem Maße dem Publikum zugänglich gemacht werden, daß weiter etwa derartige Börsenkursblätter durch Vereinbarung gewissen Zeitungen beigelegt werden könnten für einen verhältnißmäßig sehr geringen Abonnementspreis. Wenn es dahin gebracht werden könnte, daß die offiziellen Organe der Börse in einer großen Anzahl von Exemplaren, etwa 100 000 täglich, verbreitet werden, so könnte sich der Preis ja auch außerordentlich billig stellen. Durch Verbindung unter den einzelnen Börsenorganen und durch Unterstützung seitens der Wissenschaft und der politischen Behörden würden diese Blätter statistisches Material, rein objektives Material in solcher Fülle bringen, daß das Publikum sich orientiren könnte und daß man nicht mehr in der Lage wäre, diejenige Pression hauptsächlich auf das emittirende Bankpublikum auszuüben, die thatsächlich ausgeübt wird und sich uns nur jetzt entzieht, weil wir momentan in einer Zeit leben, in welcher der Anlaß dazu nur gering ist.

Vorsitzender: Der „Staatsanzeiger“ hat sich bemüht, einen ausführlichen Handelstheil zu bringen, auch ein Kursblatt, das aber wohl nicht sehr viel gelesen wird.

Sachv. **Maier:** Meine Vorschläge stützen sich gerade nach einer Richtung auf die Erfahrungen mit dem „Staatsanzeiger“. Ich bin überzeugt, daß, seitdem die Bestimmung des Aktiengesetzes erlassen ist, daß die Aktiengesellschaften ihre Bekanntmachungen im „Staatsanzeiger“ erscheinen lassen müssen und in Folge dessen die Publikationen in Privatorganen aufgehoben oder beschränkt worden sind und dadurch, daß der „Staatsanzeiger“ wesentlich billigere Tarife hat, in dieser Richtung die Abhängigkeit der Aktiengesellschaften von einzelnen Preßorganen geringer geworden ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Wenn man dem Gedanken weiter nachgeht, so heißt es doch: der Börsenvorstand soll selbstständig eine Börsenzeitung redigiren; anders kann ich mir das nicht denken. Da möchte ich doch fragen, ob da nicht alle die Gründe, welche gegen die Empfehlung irgend welcher Papiere in offizieller Weise sprechen, nicht gegen diesen Gedanken ebenso sprechen würden.

Werden nicht diejenigen, welche in einem solchen Vorstand sitzen, immer mit der Sorge kämpfen müssen: Ja, wenn wir das zu sehr empfehlen, wird uns nicht die direkte Verantwortlichkeit für eine vielleicht optima fide dennoch stattfindende Irrung nachher auferlegt werden? Ich möchte bitten, sich die Konsequenzen dieses Vorschlags zu erwägen. Wird man mit dem sogenannten erweiterten Kurszettel nicht eben dahin kommen, wie ich es andeute?

Sachv. **Maier:** Ich erwidere darauf mit einem entschiedenen Nein und bemerke, daß natürlich einem Gedanken, wenn auch selbstverständlich unbeabsichtigt, leicht die Spitze abgebrochen werden kann, indem man ihn zuerst auf diese Spitze hinauftreibt. Nach meiner Ansicht, was ich bestimmt hervorgehoben habe, soll eine derartige Beilage eines offiziellen Börsenkursblattes sich nur auf objektive Thatsachen zu beschränken haben, z. B. die sämmtlichen Prospekte und Auszüge zu

bringen haben, die für die Beurtheilung einer Gründung nothwendig sind. Sie muß im Falle der Einführung einer ausländischen Anleihe objektive statistische Ziffern bringen, und ich habe mir gestern oder vorgestern die Bemerkung erlaubt, daß, wenn vielleicht seiner Zeit das von mir vorgeschlagene Verfahren bei Einführung der Portugiesen gehandhabt worden wäre, doch vielleicht einzelne vernünftige Leute vor diesen objektiven Mittheilungen gestutzt und die Sache sich überlegt hätten, indem sie sohen, daß Portugal das höchstverschuldete Land der Welt ist.

Geheimer Kommerzienrath **Diffené:** Ich hnbe aus der Presse ersehen, daß in einem früheren Stadium der Berathungen seitens der Enquetekommission der Beschluß gefaßt wurde, die Gerichte um Einsendung derjenigen Akten zu ersuchen, welche sich ouf Fälle beziehen, in denen das Publikum durch Angehörige der Börse geschädigt worden ist. Ich muß bekennen, daß ich keinen Beschluß mit größerer Freude begrüßt habe und keinen für zweckmäßiger erachte als diesen, weil dadurch das Mittel gegeben wird, um einen Einblick in konkrete Verhältnisse zu erlangen. Aber ich möchte zur Erwägung stellen, ob nicht ein ähnliches Versohren bezüglich der Verbreitung falscher Gerüchte eingeschlagen werden kann. Dos würde um so gerechtfertigter sein, als die Moßregeln, die seitens der Börsenbehörden gegen derartige Ausschreitungen ergangen sind, seither ihren Weg in die Oeffentlichkeit nicht gefunden haben und der allgemeinen Beurtheilung sich entziehen. Ich will auf einen speziellen Fall, der mir im Gedächtniß geblieben ist, Bezug nehmen. Es handelte sich um die Ausbreitung des Gerüchts an der Berliner Börse von einer Erkrankung oder schweren Erkrankung des Kaisers. Es ging damals ein Schrei der Entrüstung durch die Presse, und in den verschiedensten Theilen Deutschlands gab man der Erwartung Ausdruck, daß seitens des Berliner Börsenvorstandes energische Schritte geschehen würden. Seitdem hat man in weiteren Kreisen nichts mehr von der Sache gehört. Ich will durchaus nicht einen Schatten auf den Börsenvorstand werfen, ich nehme als selbstverständlich an, daß er Alles gethan hat, was seine Pflicht war. Aber ich glaube, daß es vom Standpunkt der Berliner Börse selbst erwünscht wäre, wenn diese Angelegenheit aufgeklärt würde. Von diesem Gesichtspunkte aus erlaube ich mir zur Erwägung zu stellen, ob nicht die Akten bezüglich der Vorkommnisse dieser Art von den Börsenvorständen einverlangt werden sollten.

Vorsitzender: Ich muß zur Geschäftsordnung bemerken, daß wir solche Anträge erst nach Schluß der Vernehmung der Sachverständigen behandeln.

Geheimer Kommerzienrath **Diffené:** Ich bitte um Entschuldigung. Ich war der Meinung, daß es unter Umständen angenehm wäre, auch die Ansicht der Herren Sachverständigen darüber zu hören.

Varsitzender: Ueber die Frage, wie die Kommission prozediren solle, würden die Herren Sachverständigen keine Rathschläge zu geben haben. Ich sehe auch nicht recht ab, was wir durch eine solche Spezialenquete erreichen sollen.

Wir gehen jetzt über zu der letzten Gruppe von Fragen unter 19, 21 und 22, betreffend die Kommissionsgeschäfte.

Sachv. **Weidert:** Daß auf diesem Gebiet Mißstände bestehen, kann nicht geleugnet werden. Irgend welche Vorschläge zur Abhilfe zu machen bin ich nicht in der Lage. Was die Frnge zu 21 anlangt, so bin ich der Ansicht, daß Artikel 371 des Handelsgesetzbuchs seinen Zweck erfüllt hat. Ich bin weiter der Meinung, daß nicht übermäßig viele Mißstände vorgekommen sind noch vorkommen werden, da immerhin der Kommittent in der Loge ist, sich zu schützen, sobald er dem Selbsteintritt des Kommissionärs widerspricht. Deshalb bin ich nicht in der Lage, irgend einer Abänderung das Wort reden zu können.

Vorsitzender: Es ist wiederholt hier der Ansicht Ausdruck gegeben, daß das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs die Möglichkeit gewähre, auf Kosten der Kommittenten zu spekuliren.

Sachv. **Weidert:** Ich habe ausdrücklich erklärt: ich verschließe mich nicht der Ansicht, daß Mißstände vorgekommen sind. Ich halte für nothwendig, daß der Kommissionär unter Umständen als Selbstkontrahent eintritt, und kann eine Abänderung nicht befürworten.

Vorsitzender: Es ist der Vorschlag gemacht worden, daß mit der Anzeige der Ausführung auch die Erklärung erfolgen muß, ob der Kommissionär als Selbstkontrahent eintreten will oder nicht.

Sachv. **Weidert:** Das geschieht doch jetzt.

Vorsitzender: Nein. Der Kommittent ist nur berechtigt, den Kommissionär in Ermangelung der Anzeige eines anderen Kontrahenten als Selbstkontrahenten zu behandeln.

Sachv. **Weidert:** Ich kann nicht finden, daß darin irgend eine Verbesserung liegt. Ich gebe zu, daß Mißstände vorgekommen sind und vorkommen werden, aber ich glaube, daß mit einer Beschränkung des Selbsteintrittsrechts größere Nachtheile verknüpft wären.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn Sie anerkennen, daß Mißstände vorgekommen sind, würde man nicht vielleicht das Recht des Kommissionärs, als Selbstkontrahent einzutreten, beschränken können auf den Fall, daß die Notirung des Börsen- und Marktpreises durch ein amtliches Organ stattfindet, und daß man einen Unterschied macht zwischen der privaten Kursnotirung und zwischen der amtlichen. Die Bedenken richten sich vorzugsweise dagegen, daß der Kommissionär den Kurs zu seinen Gunsten beeinflußt und dann als Selbstkontrahent eintritt. Diese Bedenken sind selbstverständlich sehr viel geringer, wenn eine amtliche Kontrole der Kursnotirung stattfindet. Es läßt sich der Gesichtspunkt wohl rechtfertigen, daß man sagt: wenn man dem Kommissionär das wichtige Recht des Selbsteintritts giebt, so sollen wenigstens ganz bestimmte Garantien dafür geschaffen werden, daß die Kursnotirung richtig und zuverlässig ist. Ich will nur dann dem Kommissionär das Recht des Selbstkontrahenten geben, wenn eine amtliche Kontrole der Notirungen stattfindet. In praxi würde unter Umständen keine sehr wesentliche Aenderung eintreten, aber es ist möglich, daß man die amtliche Kursnotirung wesentlich einschränken könnte, namentlich bei solchen Effekten, die nur in geringem Betrage vorhanden sind, so daß die Kurse doch nur ein sehr zweifelhaftes Bild des wirklichen Verkehrs geben und keine zuverlässige Grundlage für das Selbstkontrahentenrecht bieten.

Sachv. **Weidert:** Wenn ich vor die Frage gestellt bin, ob ich eine amtliche Beeinflussung aus den angeführten Gründen zugestehen, oder auf das Recht des Eintritts als Selbstkäufer und -Verkäufer verzichten soll, so fällt mir die Wahl nicht schwer — ich verzichte.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Da haben Sie mich vollständig mißverstanden. Ich sagte: die Bestimmung läßt sich rechtfertigen, daß der Kommissionär selbst eintritt, aber nur bezüglich solcher Effekten und Waaren, für die eine amtliche oder offizielle Kontrole der Kursnotirung stattfindet, wo also ein durch amtliche Organe festgestellter Marktpreis vorliegt.

Sachv. **Weidert:** Ich erachte das Institut der vereideten Makler für die Kursnotiz als ausreichend. Daß der Kurs unter Umständen vom Kommissionär beeinflußt sein kann, gebe

ich zu. Aber derjenige, der das befürchtet, hat durch die Bestimmung, daß er dem Kommissionär den Selbsteintritt verbieten kann, die Möglichkeit, sich dagegen zu schützen.

Sachv. **von Pflaum:** Was zunächst die Frage 19 anlangt, so habe ich mich bereits dahin ausgesprochen, daß ich eine Beschränkung der Kreise, welche Börsengeschäfte machen, dadurch herbeiführen möchte, daß ich die Verleitung von Personen, welche nicht berufsmäßig Börsengeschäfte machen, zu Börsenspekulationen, strafrechtlich geahndet haben möchte. Dieser Punkt ist vorgestern des Langen erörtert worden, und es erscheint mir daher heute nicht nothwendig, ihn noch einmal zu erörtern.

Bezüglich des Verhältnisses von Kommissionär zu Kommittenten stehe ich auf dem Standpunkt, daß ich es für vollständig berechtigt und auch praktisch für absolut nothwendig erachte, daß dem Kommissionär auch gestattet sein soll, als Proprehändler zu erscheinen. In der Praxis hat sich die Sache auch so gemacht, daß eigentlich bei allen Kommissionsgeschäften der Kommissionär als Proprehändler erscheint, und auch der Kommittent steht unter dem Eindruck, den betreffenden Kommissionär lediglich als Proprehändler zu kennen. Ich sehe darin auch nicht eine Gefahr, wenn man mit einem Publikum zu thun hat, welches gewohnt ist, Geschäfte zu machen, und ich will ja, daß ein anderes Publikum für den Kommissionär gar nicht vorhanden ist. Dieser Kommittent wird sehr genau prüfen, ob die Berechnung dem Tageskurs entsprechend ist. Er wird eine eingehende Kontrole darüber ausüben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das ist wohl ganz richtig, daß das Selbsteintrittsrecht viele Vortheile hat, aber gewiß auch Gefahren — einige sind schon gekennzeichnet worden —, Gefahren in Betreff der Möglichkeit der Berechnung eines Kurses, der nicht recht kontrolirt werden kann. Gefahren nach anderer Richtung zu, die sich daraus ergeben, daß das Selbstkontrahiren dazu benutzt wird, gar keine Ausführungsgeschäfte zu machen, also den Kommittenten in Obligo zu halten und nun selber abzuwarten, ob man überhaupt für das Geschäft sich eine Deckung wählt oder nicht. Ich gehe aber zunächst auf dasjenige ein, was Herr Geheimrath Gamp bereits erwähnt hat. Wenn das Recht des Selbstkontrahirens für solche Effekten nicht gelten soll, bezüglich deren keine offizielle Notirung stattfindet, so würde es eben für diese Effekten beseitigt sein, auch wenn festgestellt werden könnte, daß an dem betreffenden Tage das Papier zu diesem und diesem Preis gehandelt worden ist. Was speziell die hiesige Börse betrifft, so giebt es zwei Sorten von Notirungen, einmal durch den amtlichen Theil des amtlichen Kurszettels, und dann durch dessen sozusagen nichtamtlichen Theil. Wenn ich mir in Zukunft dächte, daß dieser Kurszettel vereinfacht wird, und zwar indem er von einer Reihe von Effekten, die man auf dem nichtamtlichen Theil sieht, entlastet wird, so würde das möglicherweise die Zahl der Effekten, für welche wirklich eine amtliche oder offizielle Kursnotirung stattfindet, verringern. Nun ist die Frage die, ob das Selbsteintrittsrecht beschränkt werden soll auf solche Effekten, für welche wirklich eine offizielle Kursnotirung stattfindet, sodaß, wenn keine offizielle Kursnotirung stattfindet, das Selbsteintrittsrecht nicht Platz greifen könnte, vielmehr der Kommissionär das Geschäft mit einem Dritten ausführen müßte.

Sachv. **von Pflaum:** Zunächst bezüglich der Kurskontrole habe ich mich schon ausgesprochen. Da ich annehme, daß man es nur mit berufsmäßigen Händlern zu thun hat, so erscheint mir eine Uebervortheilung des betreffenden Kommittenten durch den Proprehändler kaum möglich. Ich sehe aber nicht ein, warum der Proprehändler nicht gerade so gut Geschäfte machen soll, wie der Kommittent. Der Proprehändler übernimmt genau dasselbe Risiko; er weiß nicht vorher, ob er Gewinn oder Verlust haben wird. Wenn ich Herrn Präsidenten Wiener

recht verstanden habe, so sagen Sie: der Proprehändler muß bezüglich der Kursnotirung sich in Acht nehmen, daß er den Kommittenten nicht übervortheilt; es könne sein, daß an dem betreffenden Tage gar keine Notiz gemacht wird. Aber an dem vorhergehenden Tage muß eine Notiz vorhanden gewesen sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Frage geht dahin: wollen Sie das Selbsteintrittsrecht derartig regeln, daß es nur, wo eine Garantie für die Richtigkeit des Preises darin besteht, daß er ein offizieller Preis ist, gelten soll, sodaß der Kommittent einen offiziell garantirten Kurs bekommt, wenn der Kommissionär das Selbsteintrittsrecht ausüben will?

Sachv. **van Pflaum:** Dem gegenüber behaupte ich, daß die Notirung des freien Marktes unter Umständen viel richtiger als die amtliche sein kann. Ich glaube, daß es genügen dürfte, wenn der Nachweis geliefert werden kann, daß der Preis ein den Verhältnissen entsprechender ist; dies läßt sich aber von Umsätzen und Preisen im freien Verkehr ebenso wie von solchen der amtlichen Notiz nachweisen.

Sachv. Dr. **Siman:** Ich stehe in dieser Frage auf dem Standpunkt, daß eine wirkliche Hilfe seitens der Gesetzgebung dem Publikum nicht gegeben werden kann, und daß es sich nur darum handelt, daß die Kunden vertrauenswürdige Leute für ihre Geschäfte wählen. Wenn davon gesprochen wird, daß ein Kommissionär auf dem Rücken des Kommittenten spekuliren konnte, so muß ich das als möglich zugeben. Zum Beispiel es kommt eine Ordre an, bestens auszuführen, es handelt sich also um ein Geschäft, das sofort ausgeführt werden muß. Wenn nun der Kommissionär Zeit vergehen läßt, um solche eventuell zu seinen Gunsten auszubeuten — es handelt sich um Minuten, um halbe Minuten, und nun telegraphirt er an den Kunden —, so ist das ein Mißbrauch, der gerügt werden muß. Wenn nun der Kommissionär verpflichtet werden soll, in jedem Fall speziell zu erklären, daß er Selbstkontrahent sei, daß damit irgend etwas gebessert werde, kann ich nicht zugeben. Sobald diese Verpflichtung ausgesprochen wird, wird zweifellos auf dem Schlußschein jedesmal gedruckt werden: ich bin Selbstkontrahent; es wird nicht nur in den Geschäftsbedingungen stehen, sondern auf jedem einzelnen Schlußschein.

Ich kann auch keinen Nutzen von dem Vorschlag des Herrn Präsidenten Wiener sehen, weil ich der Meinung bin, daß das gar keinen Unterschied macht, ob das eine amtliche Feststellung ist oder nicht.

Ich bin überzeugt, daß die Kommittenten mit der möglichsten Sorgfalt die Kontrole anstellen. Eine gewisse Kursbeeinflussung gebe ich dennoch zu, und daß die Gelegenheit ausgebeutet wird. Ich muß aber sagen: das Publikum muß sich selbst dagegen schützen dadurch, daß es nur zu ehrlichen Leuten hingeht. In der Regel hat das Publikum ein Interesse daran, daß der Kommissionär als Selbstkontrahent eintritt, daß er, ob er nun zu kaufen oder zu verkaufen hat, nicht die Ordre bei einem Dritten ausführt. Es würde sonst vielfach vorkommen, daß, wenn der Kommissionär auf den Markt käme und seinen Auftrag hineinwerfen würde, der Kurs zu Ungunsten des Kommittenten beeinflußt würde. Wenn er selber eintritt, so hat er das Interesse des Kommittenten besser gewahrt. Es sind gewisse Mißbräuche da, die ich nicht leugnen kann, gegen die aber ein direkter gesetzlicher Schutz nicht gegeben werden kann.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte zunächst bemerken, daß man nicht verantwortlich ist für Alles, was man anregt. Ich muß mich dagegen verwahren, daß dann gesagt wird, der Vorschlag des Herrn So und So ist sehr unpraktisch.

(Heiterkeit.)

Wir müssen Alles, was in Betracht kommen kann, erwägen. Ich stehe ganz auf dem Standpunkt des Herrn Dr. Simon,

daß ich allerdings glaube, daß eine spezielle Erklärung nur dazu führen kann, daß in allen Fällen die betreffenden Personen erklären, sie seien Selbstkontrahenten. Ich möchte aber zu der ferneren sehr wichtigen Frage übergehen, inwiefern es zur Ausführung des Auftrages seitens des Kommissionärs, der als Selbstkontrahent eintritt, gehört, daß derselbe zu der Zeit, zu welcher die Stücke zu beziehen sind, auch bestimmte Stücke dem Kommittenten zur Verfügung hält, also durch gesonderte Verwahrung oder Bezeichnung der Nummern spezialisirt. Ich scheide den Fall aus, daß der Kommissionär nach seinem Auftragsverhältniß zum Kommittenten zum Bezug der gekauften Effekten gar nicht oder nur gegen Empfang des Betrages der erforderlichen Aufwendungen verbunden ist. Hier mag er, wenn der Kommittent sich nicht rührt, mit dem Dritten die Differenz reguliren oder von diesem sich die Effekten auf Effektenkonto gutschreiben lassen. Ich gehe von dem Falle aus, daß der Kommissionär dem Kommittenten gegenüber verbunden ist, für denselben in Vorschuß zu gehen und die Effekten zu beziehen. Hat er den Auftrag durch Ausrichtung mit einem Dritten ausgeführt, so muß er hier bestimmte Stücke beziehen, und diese Stücke sind es, die er dem Kommittenten zur Verfügung zu halten hat. Wie nun, wenn er den Auftrag durch Selbsteintritt ausgeführt hat? Das Gesetz sagt nur: „er ist befugt, das Gut als Verkäufer zu liefern". Aber das Gesetz spricht auch nicht vom Auftrag zum Bezuge des Guts, sondern bloß vom Auftrag zum Einkauf. Ob hier nicht die Analogie dazu führen müßte, daß der Kommissionär als Selbstkontrahent die Effekten von sich selbst zu beziehen, also ebenfalls auszusondern hätte, will ich hier nicht berühren. Vielmehr will ich bloß den Fall in Betracht ziehen, daß zwischen Kommittent und Kommissionär eine Geschäftsverbindung, ein wahres Kreditverhältniß in dem Sinne besteht, daß der Kommittent gar nicht nach erfolgtem Bezuge sofort zu zahlen und die Effekten beim Kommissionär abzunehmen hat, daß dieser sie vielmehr einstweilen behalten und den Betrag der Aufwendungen ganz oder theilweise dem Kommittenten kreditiren soll. Solche Kreditverhältnisse auf Grund kleiner Einschüsse kommen vielfach vor. Wenn der Kommissionär vorsichtig auf seinen Vortheil bedacht ist, hütet er sich, in seinen Anzeigen von einem Legen von Stücken in Depot zu reden, schreibt vielmehr zur börsengemäßen Erfüllungszeit dem Kommittenten, er habe ihm die Stücke auf Effektenkonto gut geschrieben, dies wird in der Praxis dahin verstanden und heißt auch gar nichts Anderes als: wenn du dereinst kommen wirst und du mir Alles auf den Tisch zahlst, erst dann brauchen für dich Effekten da zu sein.

Ich will hier nicht auf die Depotfrage als solche eingehen, dies würde zu weit führen. Ich möchte nur Klarheit haben nach einer bestimmten Richtung zu. Ich gehe also von der Meinung aus, daß bei einem wirklichen Kreditverhältniß auch der Kommissionär, der als Selbstkontrahent eintritt, verpflichtet ist, in dem Augenblick, in dem ihm Effekten geliefert worden wären, wenn er das Geschäft mit einem Dritten gemacht hätte, in der That bestimmte Stücke zur Verfügung des Kommittenten zu halten. Ich glaube, daß bei solchem Verhältniß ebenso mit Stücken etwas Aktuelles geschehen muß, wie es geschieht, wenn der Kommissionär den Auftrag durch Ausrichtung mit einem Dritten ausgeführt hat. Dieser Punkt ist meines Erachtens der Kernpunkt auf diesem ganzen Gebiete. Es geschieht dies in gewissen Bankierkreisen in der Regel nicht, und das wird motivirt gerade damit, daß der Kommittent nicht voll bezahlt hat. Es wird ein Argument vorgebracht, das dahin geht: wie kann ich, wenn ich nicht alles Geld bekommen habe, mein ganzes Geld festlegen? Hier liegt aber die Wurzel einer ganzen Reihe von Mißbräuchen. Man ist darnach in der Lage, für ein Papier, für das man die erforderliche Kurstendenz zurecht gemacht hat, sich in Leuten Kunden zu schaffen, die nicht voll zahlen können, aber spekuliren wollen. Diese Leute hält man im Obligo bezüglich der Abnahme, bekommt von ihnen Einschüsse,

kreditirt ihnen den Restbetrag, bleibt aber vermöge des Selbsteintritts in der Lage, jede Anschaffung von Effekten für diese Kunden zu unterlassen und über die Effekten, soweit man sie hat, frei zu disponiren. Alsdann überläßt man den Kurs seiner natürlichen Abwärtsbewegung, mahnt die Kunden entsprechend der Geschäftsbedingungen zu Einschußverstärkungen und löst schließlich die Engagements im Wege der Zwangsregulirung, indem nun Effekten, die bisher gar nicht angeschafft waren, Gegenstand des Pfandverkaufs, und zwar wegen Aufwendungen, die bisher gar nicht gemacht sind, werden. Eine wirkliche materielle Bewegung hat gar nicht stattgefunden. Man kann an sich nicht bestreiten, daß ein solches Rechtsverhältniß durch Vertrag konstruirbar ist. Ich möchte aber, es würde ausgesprochen, daß präsumtiv bei einer Geschäftsverbindung auf Kredit der Kommissionär, der Effekten einkaufen soll, auch beim Selbsteintritt die Verpflichtung hat, zur Erfüllung seines Auftrags nachzuweisen, daß er seit Ablauf der Lieferfrist bestimmte Stücke zur Verfügung seines Kommittenten halte. Wenn die Kontrahenten das Rechtsverhältniß durch Vertrag anders konstruiren wollen, dann wird es sich fragen, ob nicht Gesichtspunkte der allgemeinen Sicherheit, vermöge deren ein solches Verhältniß als ein anomales betrachtet werden muß, zu einer Erschwerung der Vertragsfreiheit Anlaß geben. Es kommt hierbei Artikel 376 Absatz 2 in Betracht, wo es für den Fall des Selbsteintritts heißt: in diesem Fall ist die Pflicht des Kommissionärs, Rechenschaft zu geben über die Abschließung des Kaufs oder Verkaufs auf den Nachweis beschränkt, daß der Marktpreis zur Zeit der Ausführung des Auftrags eingehalten ist.

Hier ließe sich vorbehaltlich jeder vollkommeneren Technik ein Gedanke folgenden Inhalts zum Ausdruck bringen: „wenn entsprechend einer zwischen dem Kommittenten und dem Einkaufskommissionär bestehenden Geschäftsverbindung die von Letzterem zu beziehenden Werthpapiere nicht sofort an den Kommittenten ausgeliefert werden sollen, so liegt dem Kommissionär außerdem der Nachweis ob, daß er seit dem Zeitpunkt, zu welchem ihm die Werthpapiere bei Ausführung des Geschäfts mit einem Dritten geliefert sein mußten, dem Kommittenten bestimmte Stücke in einer entsprechenden Anzahl zur Verfügung halte. Ein Verzicht des Kommittenten vor Abwicklung der Geschäftsverbindung auf diesen Nachweis bedarf zu seiner Giltigkeit der gerichtlichen oder notariellen Beurkundung!“ Wie denkt der Herr Sachverständige darüber?

Sachv. Dr. **Simon:** Ich muß offen bekennen, das ist eine so weittragende und so komplizirte Frage, daß ich dieselbe nicht so schnell in vollem Umfange beantworten kann; wenn es sich um Kassageschäfte handelt, so würde der Kommissionär allerdings die Papiere zur Verfügung haben müssen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Mißbräuche kommen ebenso gut auch beim Kassageschäft vor.

Sachv. Dr. **Simon:** Die Ausführung des Herrn Präsidenten Wiener, daß der Betreffende so und so viel Kontrahenten hat, verstehe ich nicht ganz.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Er hat als Kommissionär für viele Kunden Einkaufsaufträge in Papieren des betreffenden Unternehmens, die er ihnen empfohlen, übernommen, tritt als Selbstverkaufer ein, bleibt aber doch vollständig in der Lage, zu disponiren, zu machen mit dem Papier, was er will; wenn wir obligatorisch machen, daß er die Stücke haben muß —

Vorsitzender: Das würde sich jeden Augenblick wieder ändern können.

Sachv. **Weidert:** Ich bin der Meinung, daß der jetzige Zustand ein schärferer ist und bitte um Belehrung für den Fall, daß ich mich irre.

Ich bin der Ansicht, daß derjenige, der als Selbstverkäufer auftritt, nicht nur die betreffenden Papiere zur Verfügung des

Kommittenten halten muß, sondern daß die Papiere sofort in das Eigenthum des Kommittenten übergehen, und daß nach dem heutigen Zustand der Dinge der Aufbewahrer der Papiere nicht das Recht hat, an einer Generalversammlung theilzunehmen. Auszufolgen hat der Kommissionär die Papiere erst dann, wenn ihm der Auftrag dafür ertheilt und der Gegenwerth erlegt wird. Er kann aber nicht sagen: ich werde die Papiere erst beschaffen, nachdem das Geld dafür auf den Tisch gelegt worden ist. Das ist meine Auffassung.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich will bemerken, um mich gegen den Vorwurf zu schützen, der Vorschlag hätte keinen Erfolg, daß sich der Erfolg bei der eigentlichen Depotfrage zeigen wird, über die ja jetzt nicht gesprochen werden soll. Gehört es zur Pflicht des Kommissionärs, bestimmte Effekten für den Kommittenten besonders zu halten, so verletzt er natürlich diese Pflicht, wenn er sie aus diesem besonderen Gewahrsam wieder herausnimmt und verkauft. Ich bin ganz einverstanden, mit dem, was der Herr Sachverständige gesagt hat. Ich lege Werth auf die Dokumentirung der Auffassung, daß nach dem Gefühl der reellen Bankiers der Kommissionär nicht berechtigt ist, die Stücke als Eigenthum zu behalten, auch wenn sie ihm nicht voll bezahlt sind.

Sachv. Dr. **Simon:** Nehmen Sie an, beim Kassageschäft, ich bestelle bei einem Berliner Bankier, dann tritt ein doppeltes constitutum possessorium ein, nicht wahr?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir wollen die Frage nicht derart kompliziren.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich meine, beim Kassageschäft halte ich mich in der Regel für verpflichtet, die Stücke zur Verfügung zu haben; beim Zeitgeschäft müssen vor Ablauf der Frist wegen der Prolongation besondere Vereinbarungen stattfinden, und liegt da die Sache also anders.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es ist Gewicht darauf zu legen, ob eine Belastung mit einer bestimmten Summe stattgefunden hat. Der Unterschied ist so: wenn der Kommissionär gesagt hat: „ich verkaufe dir", aber weiter gar nichts, so ist das Verhältniß gerade so wie bei einem gewöhnlichen Verkäufer. Wenn er aber sagt: „ich verkaufe dir und belaste dich", dann ist es etwas Anderes.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte zunächst konstatiren, daß der Herr Sachverständige der Ansicht gewesen ist, daß, wenn ein Auftrag zum Kassakauf vorliegt, und der Betreffende als Selbstkontrahent eintritt, er in der Regel das Papier zur Verfügung des Käufers haben muß. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, zu sagen, welche Ausnahmen er zulassen möchte. Es ist ja richtig, daß der Verkäufer erst dann zu liefern verpflichtet ist, wenn der Käufer an ihn herantritt. Hier handelt es sich aber weniger um die juristische Konstruktion, als um die Feststellung, welche Geschäftsusancen diejenigen eines ordentlichen Kaufmanns sind. Meines Erachtens muß sich ein ordnungsmäßiger Geschäftsverkehr so entwickeln, daß, wenn der Kommissionär als Selbstkontrahent eintritt, er bei Kassageschäften unzweifelhaft das Papier haben muß.

Sachv. Dr. **Simon:** Das ist keine Frage.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann sind wir ja einig.

Sachv. **Maier:** Ich glaube nicht, daß Sie sich geeinigt haben. Es ist eine Frage, ob er die Papiere gesondert bereit halten und in die Bücher übertragen muß.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Darauf lege ich keinen Werth.

Dann möchte ich fragen, ob, wenn bei Ertheilung eines Kommissionsauftrages, namentlich im regelmäßigen Verkehr, nicht ursprünglich eine Verstärkung der Kaution oder die Leistung eines Nachschusses bei Kursrückgängen vorbehalten ist, dieselbe, falls darüber nicht ausdrückliche Verabredungen getroffen sind, nach den Geschäftsgrundsätzen eines koulanten Bankiers nachträglich gefordert werden kann?

Sachv. Dr. **Simon:** Das ist ganz entschieden der Fall, wenn der Kurs sich ungünstig gestaltet hat. Der Kommissionär hat das Recht, die Sache auf dem Niveau zu halten, auf dem er das Geschäft entrirt hat.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn Jemand zu einem Bankier kommt und sagt: ich möchte die und die Spekulation machen, ich habe aber nur so und so viel, und der Kommissionär akzeptirt ohne weitere Vereinbarung den Auftrag, so sind die Ansichten der Herren Sachverständigen darüber sehr verschieden, ob der Kommissionär hinterher, wenn der Kurs um so viel heruntergeht, die Erholung des Einschusses verlangen kann.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich möchte annehmen, daß, wenn der Kurs sich anders gestaltet hat, er in Ermangelung anderweitiger Vereinbarung das sagen kann.

Vorsitzender: Es steht gewöhnlich in den Bedingungen davon nichts, daß ein Nachschuß gefordert werden könne.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wenn der Kommissionär als Selbstkontrahent auftritt, so kann das andere Publikum, das als Verkäufer oder Käufer erscheinen würde, doch sehr geschädigt werden.

Sachv. Dr. **Simon:** Der Kommissionär hat nur für seine Kommittenten zu sorgen, nicht für das Publikum.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wir haben aber Rücksicht zu nehmen auf alle Interessen.

Sachv. Dr. **Simon:** Aber der Kommissionär hat doch nur das Interesse seines Kommittenten im Auge zu behalten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Dann möchte ich noch eine Frage bezüglich des Pfandrechts stellen. Es ist in Anregung gebracht, das Generalpfandrecht einzuschränken. Es ist als ein Mißstand empfunden worden, daß, wenn ein Provinzialbankier an die Zentralstelle Effekten zum Umtausch oder zur Vornahme von Verwaltungshandlungen schickt, diese dann auch dem Generalpfandrecht unterliegen, und daß, wenn der Provinzialbankier in Konkurs geräth, der Berliner Bankier ein Pfandrecht an diesen Effekten hat. Es ist angeregt worden, dem Provinzialbankier die Verpflichtung aufzuerlegen, bei Uebersendung derartiger Papiere mitzutheilen: „hieran darfst du kein Pfandrecht erwerben" und das Zuwiderhandeln soll unter Strafe gestellt werden. Denn wenn der Provinzialbankier in Konkurs kommt, so tritt eine Schädigung von Privatpersonen ein, die ihm ihre Effekten gegeben haben. Wie stehen Sie dazu?

Sachv. Dr. **Simon:** Wenn eine solche Bestimmung käme, würde man sie natürlich mit der größten Gewissenhaftigkeit ausführen, aber sie würde gegen das Gefühl der Bankiers sein.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Die Entstehung des Pfandrechts an diesen fremden Papieren soll dadurch gehindert werden, daß der Provinzialbankier dem anderen, dem er die Papiere giebt, mittheilt: hieran kann ich kein Pfandrecht einräumen. Nun wurde gesagt, das wäre eigentlich schon eine Art der Untreue, wenn ich ein Pfandrecht an einer Sache entstehen lasse, an der ich ein Pfandrecht einzuräumen nicht berechtigt bin.

Sachv. Dr. **Simon:** Mir ist nicht bekannt, daß das ein einziges Mal vorgekommen ist.

Sachv. **von Pflaum:** Ich möchte noch kurz auf diese Anregung antworten. Nehmen Sie an, es würde bestimmt, daß ein derartiger Pfandrechtsausschluß stattfinden könnte; wenn nun der betreffende Provinzialbankier dem hauptstädtischen Bankier schreibt: dieser Ausschluß ist jetzt aufgehoben, verkaufe mir die 20- bis 30 000 Mark! was soll der hauptstädtische Bankier dann thun?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Er verkauft sie einfach.

Sachv. **von Pflaum:** Muß er nicht untersuchen, ob thatsächlich der Pfandausschluß aufgehoben ist?

Vorsitzender: Nein, wir haben diese Frage schon erörtert.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte sagen, daß es allerdings vielfach der Fall ist, daß einem Bankier fremde Effekten als Faustpfand gegeben werden, und daß es wünschenswerth wäre, wenn der Provinzialbankier sagt, für diese und diese Effekten setze ich das Pfandrecht außer Kraft.

Sachv. Dr. **Simon:** Ich möchte Herrn Kommerzienrath Mendelssohn fragen, ob die Festsetzung des Generalpfandes in den Kontokurrentbedingungen nicht allgemein üblich und ob ihm Fälle vorgekommen, daß der Provinzialbankier das Pfand ausdrücklich ausgeschlossen?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es ist nur die Frage, ob irgend welche Bedenken vom geschäftlichen Standpunkt aus dagegen zu erheben sind? In dem erwähnten Falle muß doch betont werden, daß die Billigkeit den Schutz des Privatmannes erheischt und daß es gerechtfertigt wäre, eine Fürsorge zu treffen, daß seine Interessen geschützt werden, soweit sich das ohne Schädigung des Geschäfts machen läßt.

Vorsitzender: Wir können dann wohl diesen Punkt verlassen.

Sachv. **Lehmann:** Ich verzichte.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich möchte zu Punkt 19 bemerken, daß Fälle von grobem Mißbrauch oder verwerflicher Verleitung zum Spiel im Kommissionsgeschäft in Frankfurt mir nicht bekannt geworden sind. Ich kann sogar hinzufügen, daß der Frankfurter Markt respektive die Frankfurter Börse sowohl in der Zeit des Aufschwungs, wie in der Zeit des Niedergangs sich maßvoll gehalten hat; sie hat in der Zeit der aufsteigenden Periode nicht in der Weise prosperirt, wie andere Börsen im Inland und Ausland. Dagegen hat auch der Niedergang nicht so gewirkt, wie anderswo. Das hängt damit zusammen, daß der ganze Bankierstand in Frankfurt Maß zu halten sich bemüht hat, aus Soliditätsgründen im Interesse der Kundschaft, wie im eigenen Interesse. Ich betone dies auch um deswillen besonders, weil mehrfach von der Einwirkung staatlicher Behörden respektive der Zuziehung von Staatskommissarien die Rede war. Wenn ich zurückblicke, so sehe ich, daß die Börse auch ohne staatliche Intervention, die übrigens nicht schützen würde, sich frei von verderblichen Auswüchsen zu erhalten vermag. Ich kann das auch bestätigen aus meiner Eigenschaft als Handelsrichter. Ich bekleide dieses Amt, wie schon erwähnt, seit 10 Jahren. Meine Erfahrungen während dieses immerhin beträchtlichen Zeitraumes lehren mich, daß die Prozesse, die sich auf die Börsenkreise beziehen, einen verschwindend kleinen Prozentsatz der Prozesse überhaupt ausmachen. Ich kann ferner auf Grund meiner Wahrnehmungen während dieser Zeit konstatiren, daß das Niveau der Wohl-

anständigkeit des kaufmännischen Ehrgefühls und des sittlichen Bewußtseins in den Börsenkreisen keineswegs weniger hoch liegt als in den anderen Gebieten des kommerziellen Lebens. Ich glaube auch — was Berlin betrifft —, es sollte die Bedeutung der gewiß traurigen und häßlichen Vorkommnisse, die hier eingetreten, nicht übermäßig genommen werden. Man darf nicht unbeachtet lassen, daß seit der Einigung des Reichs Berlin auch kommerziell zum Mittelpunkte Deutschlands geworden ist und in wenigen Dezennien sich zu einer finanziellen Weltstellung ersten Ranges emporgearbeitet hat. Ein so mächtiger Aufschwung in verhältnißmäßig kurzer Zeit geht nicht vor sich ohne üble Begleiterscheinungen.

Zur Frage des Selbstkontrahentenrechts hätte ich nach den stattgehabten Aeußerungen nicht viel mehr zu sagen. Ich glaube, daß die Entwickelung der Dinge zu der Ueberzeugung geführt hat, daß das Selbsteintrittsrecht ein wirthschaftliches Erforderniß ist, daß es den Verkehr außerordentlich fördert; — für die Kommittenten kann es an und für sich gleichgiltig sein, ob der Kommissionär vom Dritten kauft oder sich selbst engagirt. Der Schwerpunkt liegt in der Frage der loyalen Bedienung. In dieser Beziehung ist der Kommittent heute besser dran wie je. Er kann von Firmen ersten Ranges mit einhalb pro Mille bedient werden. Ein billigerer Stand der Bedingungen war noch nicht da. Er braucht sich nicht an Stellen zu wenden, die nicht vertrauenswürdig sind. Das ist nicht so, wie beispielsweise auf dem Lande, wo der kleine Mann sich an den Kurpfuscher wenden muß, weil er die Mittel für den guten Arzt nicht erschwingen kann. Ich glaube auch, die Aufhebung oder Einschränkung des Selbsteintrittsrechts würde nichts verbessern können, sondern schließlich nur den Kommittenten in ungünstigere Lage bringen.

Was nun die Aeußerung des Herrn Präsidenten Wiener betrifft, so stehe ich auf dem Standpunkt, daß der Kommissionär die Pflicht hat, dasjenige parat zu halten, was ihm bezahlt worden ist und daß er in der Lage sein muß, das gegen Bezahlung zu liefern, was er engagirt hat. Sie sprechen von dem Fall, daß ihm eine Anzahlung geleistet werden soll. Wenn Jemand für 40 000 Mark Werthe kauft und zahlt 10 000 an, so muß der Kommissionär mindestens in genere für diese 10 000 Mark Werthe vorräthig haben und solche auf Verlangen spezialisiren. Zahlt der Kommittent weitere 10 000 Mark, so muß der Kommissionär 20 000 vorräthig haben und auf Verlangen spezialisiren. In dieser Weise sehe ich das Verhältniß zwischen Kommittent und Kommissionär ziemlich klar gegeben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie stehen allerdings auf einem ganz anderen Standpunkt als die anderen Herren.

Sachv. **Goldschmidt:** Bei meiner Bezeichnung der Sache — ich habe sie zwar nicht juristisch konstruirt, wohl aber kaufmännisch klar zu legen gesucht —, läuft der Kommittent keine Gefahr, denn der Kommissionär — will er sich nicht strafbar machen — ist danach verpflichtet, das angeschaffte Gut, insoweit es bezahlt ist, zu spezialisiren und ins freie Depot zu legen. Insoweit aber Zahlung nicht erfolgt ist, kann für den Kommittenten höchstens eine Kursdifferenz in Betreff des noch nicht gelieferten Theils in Rede kommen. Das aber ist eine reine Vertrauensfrage, und so viel Risiko läuft der Kommittent ja auch gegenüber dem Kommissionär, so oft er Werthe auf Zeit kaufen läßt.

Sachv. **Weidert:** Ich lege Werth darauf, zu konstatiren, daß die Auffassung des Herrn Kollegen Goldschmidt nicht von allen Sachverständigen getheilt wird. Herr Präsident Wiener hat den Fall gesetzt, daß ein Kontokurrentverhältniß vorliegt und bei dem Bankier 40 000 Effekten bestellt, davon aber nur 10 000 berechnet werden. Nach meiner Meinung muß der Bankier dem Auftraggeber die bestellten 40 000 Mark voll

berechnen und belasten, auch gehen dieselben sofort in das Eigenthum des Bestellers über; ausliefern muß der Bankier die Stücke erst, wenn er Deckung dafür erhalten hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie knüpfen, wenn ich Sie recht verstanden habe, daran an, er muß zu dieser Zeit die 40 000 Mark haben.

(Sachv. Weidert: Gewiß.)

Er muß auf Verlangen die 40 000 mit speziellen Nummern bezeichnen. Aber es ist doch die Frage, ob dieses Verlangen gestellt wird. Es giebt eine Reihe von Kommittenten, die in einem solchen Verhältniß stehen, daß sie das nicht verlangen. Eine ganze Reihe von Kommittenten schreibt nicht: ich bitte mir das Nummernverzeichniß aus. Die kleinen Kommittenten, die mit 500 Mark spekuliren, schreiben das nicht, weil sie Furcht haben, daß der Bankier dann das ganze Engagement löst. Nun kann die Gesetzgebung in dem Sinn anknüpfen, daß sie sagt: daß Verlangen ist erst gar nicht nöthig, sondern der Bankier hat die Pflicht, die Objekte zu spezialisiren.

Sachv. **Goldschmidt:** Damit ich nicht etwa mißverstanden werde in Betreff meiner Anschauung, und damit meine Objektivität nicht in Zweifel gezogen werden könne, bemerke ich: ich habe kein Bankkommissionsgeschäft in dem in Rede stehenden Sinne. Ich kenne das Bankgeschäft aber sehr gut, weil ich in verschiedenen Verwaltungen bin. Es ist eine Art Uninteressirtheit, die mich meinen Standpunkt einnehmen läßt; denn die großen Institute werden sich bei Ihrem Standpunkt sehr viel besser stehen als bei meinem, der den kleinen Bankier weniger einschränken würde.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Daß mein Vorschlag, wonach die Bankiers bei Kassageschäften von 30 000 Mark auch für 30 000 Mark Effekten haben müssen, wenn sie sich nicht in besonders feierlicher Form davon frei zeichnen, ihnen so besonders bequem sei, möchte ich nicht glauben. Ich habe dabei besonders die sogenannten kleinen Bankiers im Auge, welche solche Geschäfte machen und bei denen diese Mißbräuche bestehen.

Sachv. Dr. **Siman:** Dann würde der kleine Bankier in der Provinz, der einen Börsenauftrag übernimmt, und nicht die Mittel hätte zu bezahlen, weil er sie vom Auftraggeber nicht bekommt, die Sachen in Berlin bestellen und liegen lassen, er wird belastet und er belastet seinen Auftraggeber. Ich sagte vorhin, daß in der Regel die Papiere vorhanden sein müssen und möchte dies nun noch klarstellen. Das kann man nicht vorschreiben, daß sofort unter allen Umständen in dem Moment, in welchem man belastet hat, die Papiere da sein müssen. Wenn der Auftrag gegeben wird, bestens auszuführen, so hat der Auftraggeber den Anspruch, daß sein Auftrag im vollen Betrage zum notirten Kurse ausgeführt werde. Handelt es sich nun um einen größeren Betrag eines Papiers, von welchem nur kleinere Summen ohne erheblichen Einfluß auf den Kurs zu erhalten sind, so liegt es im Interesse des Auftraggebers und gilt für durchaus fair, daß der Kommissionär nur einen Theil des Auftrags effektiv ausführt, den Kunden aber den vollen Betrag abrechnet und an den folgenden Tagen nach und nach den fehlenden Betrag für eigene Rechnung aufnimmt. So kann es kommen, daß der Kommittent, wenn er die Papiere abnehmen und bezahlen will, solche nicht beim Kommissionär vorfindet. Ich will also als Prinzip aufstellen, daß der Kommissionär in der Regel die Papiere bereit halten muß. Ausnahmen können aber auch bei einem soliden Bankier vorkommen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Wir hatten den Fall, daß Jemand von einem Kommissionär, der Selbstkontrahent ist, 30 000 Mark Aktien kaufte, aber nur 10 000 Mark anzahlt. Ist nun der Kommissionär vom ersten Augen-

blick an im Besitz der Effekten, so kann Käufer, wenn er den Kaufpreis offerirt, sich sofort die 30 000 Mark Effekten ausbitten. Wenn der Kommissionär sie nicht hätte, so würde der Kommittent zum vereideten Makler gehen und für Rechnung des Kommissionärs dieselben kaufen können.

Sachv. **Lehmann:** Ich glaube, der Fall wird gar nicht zutreffen, daß, wenn der Kommissionär für seinen Kunden 30 000 Mark von einem Papier zu kaufen hat, er 10 000 Mark sofort bereit hält, daß er ihm 30 000 Mark berechnet. Er kann gar nicht in die Lage kommen, daß er für ihn am nächsten Tage 30 000 auf Vorrath hat, während er 10 000 kauft. Die restlichen 20 000 könnte er zu einem erhöhten oder niedrigeren Kurse ausführen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Diese ganze Diskussion steht unter dem Wortlaut des Ausdrucks „bereit halten". Daran sind die verschiedenen Fälle geknüpft worden. Ich frage, bedeutet „Bereithalten" zur völligen, freien, auch von Lombard unbelasteten Verfügung haben. Oder heißt das: ich besitze die Papiere, aber da ich noch kein Geld darauf empfangen habe, so halte ich mich berechtigt, darauf Geld zu leihen. Der bloße Ausdruck „Bereithalten", der ist vielleicht technisch nicht ganz praktisch, und ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, sich darüber zu äußern. Es ist doch eine große Variante vorhanden.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich habe die Aeußerung so verstanden, daß er in der Lage sein muß, denjenigen Theil, der noch nicht abgenommen ist, liefern zu können. Er braucht ihn nicht eher in der Hand zu haben, er könnte bei der Reichsbank darauf schuldig sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Mit diesem Bereithalten ist schwer zu operiren. Selbst wenn ich annehme, daß er sie nicht zu Hause hätte, so würde es jedenfalls darauf ankommen, daß aus seinen Büchern festgestellt würde, daß unter Berücksichtigung sämmtlicher anderen Verpflichtungen und Kommissionsgeschäfte Stücke für den betreffenden Kommittenten vorhanden und wo sie sind. Der Bankier muß die Verpflichtung haben, derartig auszuscheiden, daß ich weiß: das sind meine Nummern, daß ich dem Schicksal dieser Nummern nachgehen kann und gestatten kann, diese Nummern weiter zu verpfänden.

Vorsitzender: Wenn wir uns auf die Frage der Zulässigkeit der Weiterverpfändung einlassen wollen, so würde uns dies wohl zu weit in das Depotrecht führen.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich muß noch kurz auf die Frage von vorhin zurückkommen. Der Kommittent sagt zu dem Kommissionär: kaufe mir für 30 000 Mark Norweger, worin in Berlin vielleicht weniger umgeht, in London dagegen ein großes Geschäft ist. Nun wünscht der Kommittent, daß das Geschäft sofort ausgeführt wird, und der Kommissionär sagt: thue ich das in Berlin, so geht der Kurs vielleicht 2 Prozent höher; ich handle also im Interesse des Kommittenten, wenn ich sie hier nicht kaufe und die Stücke in London beschaffe. Ich stehe auf dem Standpunkt, daß es den Kommittenten auch hierbei nicht interessiren kann, ob ich die Papiere als Selbstkontrahent liefere oder nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Was schreiben Sie dem?

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich belaste Sie von heute.

Sachv. **Maier:** Ich möchte nur kurz zu der letzten Frage bemerken, daß der Herr Senatspräsident sich im Irrthum befindet. Die Bankierswelt unterscheidet genau zwischen Depot- und Effekten- oder Stückekonto. Der letztere Begriff ist gewissermaßen ein fungibler: der Bankier ist hier seinen Kunden Effekten schuldig, wie auf anderem Gebiete baares

Geld. Er muß auf Verlangen beides zurückgeben, aber nur eben den betreffenden Werth und nicht die bestimmten einzelnen Werthstücke. Ich erinnere z. B. an den sehr oft vorkommenden Fall, daß ein Kommissionär, und zwar im Interesse seines Kunden, einen Auftrag als Selbstkontrahent per ultimo ausführt, während er seinem Kunden die Ausführung per comptant anzeigt.

Ich glaube, daß dieses Verhältniß bis zu einem gewissen Punkt dem Bedürfniß des Verkehrs entspricht. Ich möchte nur bezüglich der Frage zu 11 bemerken, welche Mißstände bei der Vermittlung zwischen der Börse und den außerhalb derselben stehenden Kreisen hervorgetreten sind, daß ich mich auf die Vorschläge beziehe, die ich gestern zu einem anderen Paragraphen gemacht habe, nämlich zu Frage 7 und den Unterfragen, dahin gehend, daß eben alle diese Schwierigkeiten durch die Einrichtung von gewissermaßen offiziellen Sachverständigenvereinen so weit als möglich beseitigt werden können. Den Hinweis darauf kann ich indessen nicht unterlassen, daß vielfach nicht die an der Börse oder mit Kommissionären an den Börsenplätzen abgeschlossenen Geschäfte die für das Volkswohl gefährlichsten sind. Der Einfluß vieler kleiner Provinzbankiers, die durch Vortheile in der Kuponeinlösung u. dergl. sich eine genaue Kenntniß des Effektenbesitzes am Platze verschaffen und daraufhin zu gewagten Tauschgeschäften u. dergl. verleiten, ist meines Erachtens oftmals viel bedenklicher. Deshalb eben soll mein gestriger Vorschlag alle derartigen Geschäfte, nicht nur die an der Börse direkt geschlossenen, umfassen.

Frage 20 ist bis jetzt überhaupt noch nicht beantwortet worden. Ich möchte mir gestatten, ganz kurz die Bemerkung zu begründen, daß sie mir nicht unwichtig erscheint. Die Ermächtigung öffentlicher Kassen zur Beschaffung von Staatspapieren wird allerdings von den Kommissionären vielfach perhorreszirt. Ich glaube, daß unter den heutigen Kapitals- und auch sonstigen Verhältnissen in Deutschland, trotzdem unsere jetzige Einkommensteuer das ja einigermaßen abgeändert hat, immerhin nicht in dem Maße ein Bedürfniß besteht, wie z. B. in Frankreich. Sollte indeß eine derartige Maßregel für nothwendig befunden werden, so würde ich meinerseits entschieden davon abrathen, diese Maßregel als eine solche zu betrachten, was ja bei unserer höchst sparsamen Verwaltung nicht ganz unmöglich ist, durch die der Staat Ersparnisse machen will, durch die der Staat seine Anleihen direkt in das Privatpublikum bringen kann.

Das würde ein ganz verkehrter Akt sein. Ich bin der Ansicht, daß es gerade im Staatsinteresse liegt, das Interesse der Börse nicht nur für sich zu erhalten, sondern noch bedeutend zu steigern, und wenn der Staat etwa glauben würde, durch Ersparniß von Courtage die Kanäle der Börse abzuschließen, so würde er sich entschieden ins eigene Fleisch schneiden. Auch in Frankreich sind die öffentlichen Kassen verpflichtet, ihre Ordres nicht an die Staatsschuldenverwaltung zu geben, sondern den agents de change.

Noch auf einen andern Gesichtspunkt möchte ich mir erlauben hinzuweisen. Es liegt entschieden im Interesse der Allgemeinheit, daß die inländischen Staatsanleihen bevorzugt werden, und es ist eine Anomalie, daß die Courtage vollständig mechanisch und nicht unter Berücksichtigung des Risikos und aller sonstigen Einflüsse berechnet wird. Es ist doch eine wesentlich verschiedene Sache, ob der Makler 100 000 Mark nominal dreiprozentige deutsche Konsols handelt (die ca. 88 000 Mark ausmachen) oder 100 000 Mark nominal Harpener (die ca. 140 000 Mark betragen), und es würde daher sehr gerechtfertigt sein, dahin zu wirken, daß die Courtage für die deutschen Staatspapiere auf ein viel geringeres Maß herabgesetzt werde.

Wenn ich noch zurückgreifen darf auf § 17, der auch noch nicht behandelt worden ist, so will ich betonen, daß ich

von meinem Standpunkt aus die Mitwirkung eines Staatskommissars als Börsenorgan nicht nur für nicht nothwendig, sondern auch für unnütz und schädlich halten würde.

Vorsitzender: Dann wären wir mit den Fragen 19, 21 und 22 fertig und würden noch die Frage 20 zu behandeln haben:

> „Ist insbesondere die Anschaffung inländischer solider Papiere dadurch zu erleichtern, daß öffentliche Kassen zur Beschaffung derselben Aufträge entgegenzunehmen haben?“

Sachv. **Weidert:** Ich wußte nicht, daß die Gesetzgebung sich mit der Frage der Courtage zu befassen hat, und erlasse es mir deshalb, auf die Ausführung des Herrn Vorredners eine Bemerkung zu machen. Ich verneine die gestellte Frage mit aller Entschiedenheit. Seitens der Stadtgemeinde München hat man vor etwa 15 Jahren, vielleicht von demselben Gedankengang beseelt, die Frage bereits praktisch geprüft. München ist niemals schlechter gefahren als in den sechziger Jahren, wo die Stadtgemeinde bei öffentlichen Kassen Aufträge auf ihre Obligationen direkt vom Publikum entgegennahm.

Sachv. **von Pflaum:** Ich kann mich dem Standpunkt nur anschließen. Es ist nicht die Aufgabe des Staates, durch Erwerbung und Begebung von Werthpapieren Geschäfte zu machen.

Vorsitzender: Die Frage ist nicht im Interesse des Staates angeregt, sondern im Interesse des Publikums. Man hat gefunden, daß nicht reichlich genug Gelegenheit zur Ertheilung von solchen Aufträgen vorhanden sei, welche solide Kapitalsanlagen zum Gegenstand haben.

Sachv. **von Pflaum:** Die Gelegenheit ist doch vorhanden. Auch würde man, wenn der Staat in Konkurrenz mit den Bankgeschäften träte, diese auf ein Gebiet hinüberdrängen, das eigentlich noch viel mehr gefährlich für die allgemeinen Interessen wäre; ich bin deshalb der Meinung, daß man diese Beschränkungen des Verkehrs nicht empfehlen soll.

Sachv. Dr. **Simon:** Der Paragraph spricht von inländischen soliden Papieren überhaupt. Meines Erachtens wird sich, wenn eine Anzahl solcher Kassen geschaffen wird, auch Publikum finden, das davon Gebrauch macht. Trotzdem glaube ich nicht, daß diese Maßregel zu empfehlen wäre; öffentliche Kassen würden schwerlich geschulte Kräfte haben, die geeignet wären, das Publikum über die Solidität von Papieren zu belehren, auch würde sich nach wie vor das Publikum in seiner großen Mehrheit dahin wenden, wo es die ihm genehme Behandlung erfährt, und so ist es meines Erachtens nicht berechtigt, um eines geringen Vortheils willen derartige in das Bankwesen so einschneidende Maßnahmen zu treffen.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich stehe unter dem Eindruck, als ob die Frage falsch aufgefaßt wird, namentlich nach der Richtung, als ob der Staat beabsichtigte, Kommissionsgeschäfte zu machen. So weit ich die Frage verstehe, handelt es sich immer nur um die Angehörigen der unteren Klassen der Gesellschaft, die in der Regel auf Sparkassen angewiesen sind, und unter Umständen, da die Sparkassen nur eine bestimmte Summe annehmen, ihr Geld anderweitig anlegen müssen und dann den Winkelagenten in die Hände fallen. Wenn die Sparkassen nun den Auftrag erhielten, für Jemand, der über 1000 Mark bei ihnen stehen hat, ein solides Staatspapier zu besorgen, damit er wieder anfangen kann, einzuzahlen, so läge das im Interesse dieser Klassen. Es wird sich also nur darum handeln, durch solche Kassen den untersten Klassen die Möglichkeit leichterer Beschaffung von ganz soliden Staatspapieren zu verschaffen.

Sachv. **Weidert:** Nachdem diese Frage nun praktisch gestellt ist, möchte ich die Antwort nicht schuldig bleiben. Ich verkenne die gute Absicht nicht, aber in einer Zeit, wo Jeder in der Lage ist, für 1000 Mark bei anständigen Bankiers gegen Erstattung von 1 Mark Provision ein solides Papier sich zu beschaffen, kann ich schlechterdings die Nothwendigkeit derartiger Einrichtungen nicht einsehen.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich mache aber darauf aufmerksam, daß in diesen Kreisen die Kenntniß der Personen und Firmen von soliden Bankiers wenig oder gar nicht vorhanden ist, daß es sich deswegen darum handelt, solche Stellen für sie zu schaffen, Sparkassen oder Poststellen, wozu sie Vertrauen haben und die leicht zugänglich sind.

Sachv. **Weidert:** Die Poststellen werden erstens das nicht so billig besorgen können, zweitens wird auch nach Errichtung derartiger Stellen derjenige, der einen Winkelagenten aufsucht, das nicht unterlassen.

Sachv. **Lehmann:** Ich verzichte.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich habe meinerseits gegen den Versuch nichts einzuwenden. Ich glaube aber, daß große Erfolge dabei nicht zu erwarten sind. Wenn man aber der Meinung ist, daß ein Erfolg damit verbunden sein kann, so würde ich mich schon um deswillen für den Versuch aussprechen.

Vorsitzender: Welche Kassen würden Sie damit betrauen?

Sachv. **Goldschmidt:** Das bliebe der administrativen Regelung überlassen.

Vorsitzender: In gewissem Umfange erfüllt die Reichsbank diese Aufgabe. Freilich ist sie an ganz kleinen Plätzen nicht vertreten.

Sachv. **Goldschmidt:** Wo Reichsbankstellen sind, da ist die Reichsbank dazu da. Ich würde meinen, daß an denjenigen Stellen, wo eben für das Publikum keine Gelegenheit ist, die Einrichtung solcher Stellen versucht wird.

Vorsitzender: Sie halten also den Gedanken nicht für ganz unberechtigt?

Sachv. **Goldschmidt:** Nein.

Sachv. **Maier:** Ich möchte mich der Auffassung, wie sie Herr Professor Schmoller ausgesprochen hat, ganz entschieden anschließen, und bin der Ansicht, daß die Bedenken, die Herr Weidert ausgesprochen hat, in diesem Falle vollständig unberechtigt sind. Es handelt sich um die kleinsten Plätze, um Personen, die niemals es wagen, in das Bureau eines größeren Bankhauses auch nur hineinzugehen.

Warum da nicht Sparkassen und andere Kassen berechtigt sein sollen, derartige Anlagen zu vermitteln, das vermag ich nicht einzusehen. Können wir denn überhaupt die kleinen Leute zwingen, ihre Ersparnisse beim Bankier anzulegen? Wir könnten sie ebenso gut und mit ebenso wenig Erfolg zwingen, ihre Spareinlagen zum Bankier, anstatt zur Sparkasse hinzutragen; bei der letzteren sind sie bekannt und haben zu derselben das nöthige Vertrauen. Die Einrichtungen solcher Stellen in dieser Form möchte ich also entschieden empfehlen, doch immerhin die Instruktion voraussetzen, und zwar im Interesse der Konzentration des Handels, daß diese Sparkassen u. s. w. ihre Bestände und Bedürfnisse an Staatspapieren nicht direkt vom Finanzministerium sich beschaffen, sondern daß sie dieselben an der Börse in irgend einer Form, vielleicht durch die Reichsbank, erwerben, um nicht das große Reservoir der Börse unter Umständen zu schädigen.

Vorsitzender: Es bleibt nun noch die letzte Nummer übrig, Frage 23, ob die gesetzlichen Voraussetzungen oder

Wirkungen eines Fixgeschäftes zur Verhütung von Mißbrauch abzuändern sind und in welcher Hinsicht?

Sachv. **Weidert:** Ich wüßte nicht.

Sachv. **von Pflaum:** Ich habe auch keinen Anlaß, mich darüber anders zu äußern. Ich glaube, daß die gesetzlichen Bestimmungen vollständig genügen.

Sachv. Dr. **Siman:** Ich halte sie den Bedürfnissen des Geschäfts entsprechend.

Sachv. **Goldschmidt:** Ich schließe mich dem an.

Sachv. **Maier:** Ich auch.

Vorsitzender: Dann hätten wir den Fragebogen erledigt. Es bleibt mir nur übrig, den Herren unseren Dank auszusprechen für die große Mühewaltung, der sie sich unterzogen haben.

Sachv. **von Pflaum:** Wir haben dem Herrn Präsidenten zu danken für die liebenswürdige und sachkundige Art, in der er diese Verhandlungen leitete und uns in diesen drei Tagen zu umfangreicher Arbeit geführt hat. Ich glaube im Namen der anwesenden Herren zu sprechen, wenn ich dem Herrn Präsidenten unseren verbindlichsten Dank sage.

(Schluß 4¾ Uhr.)

Fünfundzwanzigster Verhandlungstag.

(Achtundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Freitag, den 1. Juli 1892.

Vormittags 10 Uhr.

Vorsitzender: Meine Herren, ich eröffne die Sitzung. Ich bitte die Herrn Sachverständigen, denen der Fragebogen wohl längst schon bekannt ist, sich zu Nummer 1 über die Zulassung von Papieren zur Börse, also zum Handel und zur Notiz zu äußern.

Sachv. **Cohnstädt:** Zunächst erlaube ich mir, darauf aufmerksam zu machen, daß die Bestimmungen, wie sie für Berlin existiren, nicht ganz so an allen anderen Börsen gehandhabt werden oder vorhanden sind. In Berlin unterscheidet man zwischen der Zulassung zum Handel und zur Notiz. In Frankfurt wird in der Regel beides gleichzeitig oder nur zur offiziellen Notiz zugelassen. „Zum Handel" darunter versteht man in Berlin zum Handel durch die vereidigten Makler. Denen ist es untersagt, in Papieren zu handeln, die nicht zugelassen sind.

In Frankfurt haben sich wiederholt Umsätze in Papieren vollzogen — die sind eingeführt worden — ohne daß der Antrag auf Zulassung zum Handel auch nur eingebracht war, und dies scheint mir eine Sache, die unter Umständen sehr bedenklich werden kann. In der Zeit z. B., als das Publikum nach neuen Papieren, nach exotischen Werthen so drängte, sind Papiere, wie Venezuela, Guatemala, Zedulas u. s. w. unter der Hand und offen gehandelt worden. Die Frankfurter Zeitung hat damals gegen dieses Einschmuggeln in den Verkehr Stellung genommen, und da ist das denn verhindert worden. Aus den Kreisen der Börsenvorstände wurde aber betont: wir können nicht verhindern, daß man an der Börse handelt, was man will, wir können es nicht verhindern, wenn irgend ein Papier umgesetzt wird, dessen Zulassung vorher nicht beantragt worden ist. Nun das scheint mir doch ein wenig einzuschränken. Wenn gelegentlich einmal in einer Ecke ein Papier umgesetzt wird, so kann das der Börsenvorstand nicht hindern, er braucht es nicht zu wissen. Wenn sich aber größere Umsätze vollziehen, die deutlich hervortreten, sei es durch vereidigte oder nicht vereidigte Makler, dann, glaube ich, sollte der Börsenvorstand das kontroliren und sollte in der Lage sein, was er vielleicht nach den jetzigen Befugnissen nicht thun kann, durch Disziplinarmaßregeln das zu verhindern, damit in solchen Fällen dem Publikum sachliche Informationen und zwar in authentisch verantwortlicher Form geboten werden, ehe ein Umsatz stattfindet. Ich muß allerdings bemerken, daß zuweilen auch ganz gute Papiere in solcher Weise an den Markt gekommen sind, z. B. die unifizirten Aegypter,

an denen ja das deutsche Kapital viel Freude erlebt hat. Aber hätte man damals verlangt, daß ein Prospekt erlassen wurde, dann wäre das jedenfalls auch geschehen.

Vorsitzender: In welcher Weise wollen Sie dem nun entgegenwirken?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich denke mir das so, daß, wenn der Börsenvorstand bemerkt, daß angestrebt wird, Umsätze in einem Papier zu vollziehen, für welche kein Zulassungsantrag gestellt ist, und wenn dann wirklich am Markt regelmäßig gehandelt wird, er dann sagt: Dies ist nicht gestattet, ihr müßt erst einen Antrag stellen und denjenigen, die trotz der fehlenden Erlaubniß Umsätze machen, kann ich unter Umständen die Börse verbieten. Heut zu Tage wird wohl der Börsenvorstand noch nicht berechtigt sein, aus solchem Grunde zur Börse nicht zuzulassen.

Vorsitzender: Man soll also nach Ihrer Ansicht in dieser Beziehung die Bestimmungen der Börsenordnung weiter ausdehnen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja wohl.

Vorsitzender: Sind solche Fälle, wie Sie im Auge haben, in Frankfurt öfter vorgekommen?

Sachv. **Cohnstädt:** Zu jener Zeit, wo das Publikum so sehr danach drängte. Aber freilich muß ich hinzusetzen, daß derartige Einführungen, wenn sie eben ungesund waren, sich natürlich nicht erhalten haben. Es hätte auch der Börsenvorstand solche Sachen wie Guatemala oder innere Argentinier abgelehnt ....

Vorsitzender: Nicht zugelassen.

Sachv. **Cohnstädt** (fortfahrend): .... oder daß sich später herausstellte, daß Niemand da war, der mit seinem Namen den Prospekt unterzeichnet, allein die Verantwortung übernimmt, oder wo die Informationen, die für das Publikum nöthig sind, nicht sicher zu beschaffen waren.

Vorsitzender: Sonst haben sich aber die Berliner leitenden Gesichtspunkte, die auch bei Ihnen angenommen sind, bewährt.

Sachv. **Cohnstädt:** Im Allgemeinen bewährt.

Geheimer Oberregierungsrath **Gamp:** Ich wollte mir nur die Frage gestatten: Fand damals auch in diesen eingeschmuggelten Effekten eine Kursnotirung, wenn auch nur eine private, statt?

Sachv. **Cohnstädt:** Meines Wissens nicht. Die Frankfurter Zeitung hat es nicht gethan.

Geheimer Oberregierungsrath **Gamp:** Bestanden auch keine andere private Kurszettel?

Sachv. **Cohnstädt:** Vielleicht in Privatbriefen; aber das entzieht sich der Oeffentlichkeit.

Vorsitzender: Die Frankfurter Zeitung bringt doch auch Privatnotizen?

Sachv. **Cohnstädt:** Wir bringen grundsätzlich keine andere Notizen als die offiziellen, wir bringen nur das, was durch diese notirt wird.

Vorsitzender: Es erscheint ja noch in Frankfurt z. B. das Frankfurter Journal.

Sachv. **Cohnstädt:** Ja wohl; aber ich glaube nicht, daß es da viel anders ist.

Vorsitzender: Es sind nun einzelne Anregungen in der Frage 1 enthalten, in welcher Weise man die bestehenden Einrichtungen verbessern könnte. Wenn Sie

auch im Allgemeinen sagen, sie haben sich bewährt, so geben Sie doch vielleicht zu, daß Verbesserungen möglich sind?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, ich möchte mir erlauben, das anzuregen. Bewährt haben sich diese Einrichtungen, der Prospektenzwang, zweifellos in gewissem Sinne. Ausschließen kann man ja unsolide Sachen nicht, aber man zwingt dadurch die Emittenten sorgfältiger zu prüfen, wenn sie für das eintreten müssen, was sie veröffentlichen, und man zwingt sie, was ich immer für das Wesentlichste halte, sachliche Informationen in verantwortlicher Form zu geben.

Eine Abänderung der bestehenden Bestimmungen scheint mir allerdings in einigen Punkten wünschenswerth. Da ist bestimmt — es sind dieselben Bestimmungen, die für Berlin gelten —: für deutsche Bundesstaaten und für Kommunalanleihen — für preußische und Reichsanleihen braucht es überhaupt keines Prospektes — für alle die Papiere, die zur Anlage als Mündelgelder geeignet sind, ist es nicht nöthig, die Vermögenslage oder ein Budget zu veröffentlichen. Das scheint mir zu weitgehend. Von garantirten Obligationen — da ist eine Erklärung dabei, — von solchen Schuldverschreibungen, deren Verzinsung vom Reich oder von einem deutschen Bundesstaat gesetzlich garantirt ist, von Renten, von Provinzialanleihen, von Kreis-, von Stadtanleihen bedarf es bisher überhaupt keiner sachlichen Information. Der Prospekt enthält nichts weiter als die Zeichnungseinladung, die Thatsache, daß die Anleihe herausgebracht wird, wie die Anleihe verzinst ist, für welchen Zweck sie verwendet wird, aber nicht, in welcher Vermögenslage der Schuldner sich befindet. Da hat das Publikum gar keine sachliche Information. Deshalb weiß es so wenig wie vorher, wenn nicht die Presse die Lücke ausfüllt, und das kann natürlich nicht in verantwortlicher Weise geschehen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte fragen: Liegt dazu ein Bedürfniß vor? Es handelt sich doch um inländische Kommunalpapiere, und es ist doch bekannt, daß keine Kommunalanleihen ausgegeben werden, ohne daß vorher eine Prüfung stattgefunden hat. Liegt darin nicht ein genügender Schutz? Wenn die Gesetzgebung diese Garantie für Kommunalpapiere bietet, so scheint mir das doch eine absolute Sicherheit für das Publikum zu sein, eine weitere Prüfung der besonderen Verhältnisse also entbehrlich zu sein.

Sachv. **Cohnstädt:** In diesem Sinne gewiß entbehrlich, als es sich jedenfalls nicht — um ein vulgäres Wort zu gebrauchen — um ein ganz faules Papier handeln kann, also um ein Papier, das überhaupt nicht gekauft werden sollte. Aber es giebt doch Unterschiede in der Qualität; nicht wahr? Wir sind gewohnt, die deutschen Staatspapiere alle als ausgezeichnet zu betrachten und mit vollem Recht. Wir thun das im allgemeinen bei Stadtanleihen auch, und das ist unter Umständen etwas zu weit gehend. Die Städte sind als Schuldner denn doch von verschiedener Qualität. Wer eine solche Obligation als Kapitalsanlage kauft, hat allerdings allen Grund, sich dafür zu interessiren, ob das eine Qualität aller ersten Ranges ist oder vielleicht nur zweiten. Also ein Unterschied für die Bewerthung müßte es doch sein.

Vorsitzender: Von den Stadtobligationen werden ja auch nur einige der größten Städte notirt.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich meine natürlich diejenigen, die an der Börse gehandelt werden, für die also eine offizielle Kursfeststellung stattfindet. Ich will nicht sagen,

daß da jedes Mal das Budget zu veröffentlichen wäre, sondern es genügt ja vollständig, wenn dasjenige angegeben wird, was nach der Beurtheilung des Börsenvorstandes, der den Prospekt prüft, wünschenswerth und nothwendig ist, um einigen Anhalt für die Beurtheilung zu geben, also vielleicht die Einnahmen im Verhältniß zu den Ausgaben.

Vorsitzender: Selbst wenn das Verhältniß nicht sehr günstig ist, würde doch der Börsenvorstand kaum die Zulassung ablehnen. Sie wollen doch den Zweck verfolgen, daß das Publikum besser informirt ist?

Sachv. **Cohnstädt:** Gewiß, der Börsenvorstand kann ja nichts weiter thun als formell prüfen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, man kommt da immer zu der Schwierigkeit, indem man mehr giebt, doch immer nicht genug zu geben. Ich mache den Herrn Sachverständigen darauf aufmerksam, daß also wenigstens in der preußischen Verwaltung eine Stadt mit ihrem Besitz nicht ohne weiteres das Exekutionsobjekt des Klägers werden kann, sondern daß die Staatsbehörde da intervenirt und eventuell den Vertheilungsmodus oder so etwas festzustellen hat; also wenn man recht gründlich sein wollte, müßte man eigentlich dem Käufer irgend eines solchen Papieres sagen: Du siehst wohl hier die Aufstellung einer Reihe von Vermögensobjekten, die sind auch alle vorhanden, das ist alles wahr, aber schließlich ist die Gesetzgebung so eingerichtet, daß Du als Gläubiger nicht an diese Vermögensobjekte herankommen kannst, und wenn Sie diesen Fall, der also in der preußischen Gesetzgebung ist, einmal auf eine ausländische Sache übertragen, so könnte das Wissen oder Nichtwissen dieser Legislatur doch auch zu falschen Schlüssen führen. Es ist bei diesen Dingen immer die Frage: Soll man voraussetzen, daß der Leser eines solchen Prospektes, völlig unberührt von jeder Wissenschaft wie er ist, die ganze Wissenschaft aus dem Prospekt erhalten soll, oder soll man annehmen, er weiß es?

Sachv. **Cohnstädt:** Man wird nicht darauf eingehen, alles, was dem Zeichner von Werth sein kann, in den Prospekt hineinzusetzen. Aber mir scheint daraus nicht zu folgen, daß man garnichts von sachlichen Informationen bringen sollte. Also das, was mit Leichtigkeit gegeben werden kann, und was auch einigen Anhalt bietet, meine ich, sollte hineingesetzt werden.

Vorsitzender: Würden Sie noch eine weitere Anregung geben?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja wohl! Von demselben Gesichtspunkte aus halte ich es nicht für richtig, daß bei Staaten, Körperschaften und Instituten, deren Finanzverhältnisse „als allgemein bekannt gelten", diese Informationen, also ein Budget, nicht vorgelegt zu werden brauchen. Ein Staat, von dem eine ältere Anleihe an der Börse schon existirt, braucht hiernach kein Budget im Prospekt zu veröffentlichen. Derjenige, an den dieser Prospekt sich wendet, der Zeichner, kann von früher her darüber informirt sein, aber man darf nicht voraussetzen, daß er es sein muß.

Das Budget eines Staates wird veröffentlicht, es wird — nehmen wir einen ausländischen Staat — auch in deutschen Zeitungen im Auszuge mitgetheilt und besprochen, aber nicht in verantwortlicher Form. Auch wird es nicht gerade zu der Zeit veröffentlicht werden, in welcher sich die Emission an das Publikum wendet. Man kann nicht erwarten, daß der Kapitalist, der heute, sagen wir, Rumänier zeichnen soll, genau weiß, wie das

Budget, das vielleicht vor einigen Monaten besprochen wurde, beschaffen ist. Also ich sehe nicht ein, warum man in solchen Fällen die Staaten, die Schuldner, davon entbinden soll, das Budget und alle diese Veröffentlichungen wiederzugeben, die derselbe Schuldner bei der ersten Anleihe doch geben mußte.

Aehnlich ist das bei Hypothekenbanken; auch da soll von der Kundmachung der letzten Bilanz des Instituts abgesehen werden können, „wenn dessen Aktien an hiesiger Börse notirt werden". Da würde ich die Bilanz in allen Fällen fordern, ebenso bei Obligationen inländischer Eisenbahnen. Da soll von gewissen Veröffentlichungen Abstand genommen werden, wenn die Aktien und Obligationen bereits im Handel eingeführt sind. Diese Ausnahme scheint mir nicht nöthig.

Für ausländische Eisenbahnobligationen wird die Veröffentlichung einer Bilanz nur bei amerikanischen Railroad-Bonds verlangt, bei andern nicht und sie ist da ebenso nöthig wie bei den amerikanischen.

Ich möchte, um jedem Mißverständniß vorzubeugen, hierbei bemerken, daß ich diese Ausführungen nicht zum Vortheil der Presse im allgemeinen mache. Abgesehen davon, daß es beispielsweise für ein Blatt mit einem Budget wie die Frankfurter Zeitung sehr nebensächlich ist, ob auf einen derartigen Theil ihrer Einnahme etwas mehr oder weniger entfallen würde, führt das, was ich vorschlage, ja den Zeitungen auch gar keine Mehreinnahme zu. In der Regel geschieht die Veröffentlichung, besonders bei größeren Emissionen, auf einer ganzen Seite. Die Emittenten schreiben vor, was hineingesetzt werden soll. Die Zeitungen bekommen nicht mehr, ob auf dieser Seite mehr oder weniger steht, auch die Setzer bekommen denselben Lohn dafür, gleichviel ob viel freier Raum ist oder viel hineingesetzt werden soll. Also es macht der Presse garnichts aus, es legt dem Emittenten gar keine größeren Opfer auf.

Vorsitzender: Hier ist es im allgemeinen nicht eine ganze Seite.

Sachv. **Sohnstädt:** Auch bei 1/2 Seite oder 1/4 Seite ist es immer das Gleiche. Die Emittenten sind in der Lage, vorzuschreiben, was hineingesetzt werden soll, und wenn es mehr ist, wird kleinere Schrift genommen.

Vorsitzender: Sie meinen also, daß die Kosten nicht wesentlich vermehrt werden würden?

Sachv. **Sohnstädt:** Ich glaube, daß sie gar nicht oder nur in den seltensten Fällen vermehrt werden würden.

Vorsitzender: Haben Sie noch etwas anzuregen?

Sachv. **Sohnstädt:** Bei Zulassung von inländischen Industrieaktien ist bestimmt:

> „Falls bei dem Gründungsakte des Unternehmens eine der Voraussetzungen des Artikels 209b der Aktiengesetznovelle zutrifft, hat der Prospekt das Wesentliche darüber mitzutheilen und die Geschäftsresultate der beiden letzten der Gründung vorhergegangenen Jahre anzugeben."

Ich glaube, daß das ein wenig niedrig gegriffen ist, vermuthlich im Anschluß an die Bestimmungen des Aktienrechtes. Ich halte für praktischer, wenn mindestens die Resultate der letzten 3 Jahre veröffentlicht werden müssen, und noch bedenklicher scheint mir der weitere Satz:

> „Hiervon kann abgesehen werden, wenn seit der Gründung der Gesellschaft bereits ein Betriebsjahr verflossen ist und die Bilanz dieses Betriebsjahres mit hinreichend spezifizirten Ziffern und mit Gewinn- und Verlustkonta im Prospekt publizirt wird."

Da haben wir in den Jahren 1889/90 Fälle erlebt, in denen bei einer industriellen Gründung, und vielleicht mit Absicht, gewartet worden ist, bis ein Betriebsjahr verflossen war, damit man nicht nöthig hatte, 2 Jahre des vorhergehenden Betriebes aufzudecken. Man hat vielmehr nur für dieses einzige Jahr die Bilanz veröffentlicht und über die vorangegangenen Jahre gar nichts gesagt. Wenn nun dieses eine Jahr durch Zufall oder aus irgend welchen besonderen Umständen, vielleicht auch absichtlich, so abgeschlossen hat, oder das Geschäft so geführt worden ist, daß da ein sehr großer Gewinn resultirte, so führt das irre. Ich sehe nicht ein, warum, wenn schon eine Bilanz vorhanden ist, außer dieser Bilanz des einen Betriebsjahres nicht noch mehr über die vorangegangenen Jahre gesagt werden soll.

Vorsitzender: In den leitenden Gesichtspunkten der Berliner Börse steht, daß die Geschäftsresultate der beiden letzten der Gründung vorhergegangenen Jahre anzugeben sind.

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, aber wenn seit der Gründung schon ein Jahr verflossen ist und die Bilanz darüber vorliegt, so genügt die Veröffentlichung dieser einen Bilanz.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, hiervon wird abgesehen, wenn bereits Abschlüsse des Unternehmens für 2 Betriebsjahre vorliegen.

Vorsitzender: Es wird hier in XI, Nr. 8 der Berliner „leitenden Gesichtspunkte“ gesagt: „Falls bei dem Gründungsakte des Unternehmens eine der Voraussetzungen des Artikels 209b der Aktiengesetznovelle zutrifft, hat der Prospekt das Wesentliche der in Artikel 209b und 209g des gedachten Gesetzes bezeichneten Klarstellungen zu enthalten und die Geschäftsresultate der beiden letzten der Gründung vorher gegangenen Jahre anzugeben“.

„Hiervon kann abgesehen werden“, heißt es weiter, „wenn seit Gründung der Gesellschaft bereits ein Betriebsjahr verflossen ist,

(Geheimer Kommerzienrath Frentzel: Es ist dasselbe wie in Frankfurt!)

und die Bilanz dieses Betriebsjahres mit hinreichend spezifizirten Ziffern und mit Gewinn- und Verlustkonto im Prospekt publizirt wird.“

Sie (zum Sachverständigen) halten das nicht für genügend und würden die Ausnahme hier wegfallen lassen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich würde in diesem Falle wenigstens auch verlangen, daß ebenso auch die beiden letzten vorhergegangenen Jahre mitgetheilt werden.

Vorsitzender: Wie würden Sie eine Aenderung dieser Gesichtspunkte zu erreichen suchen? Bis jetzt hat man keine rechte Handhabe dazu. In welcher Weise sollen die Börsenvorstände dazu gezwungen werden? Glauben Sie, daß man von Staatsaufsichts wegen dahin wirken soll, daß Veränderungen und Ergänzungen erfolgen?

Sachv. **Cohnstädt:** Das greift schon in die nächste Frage über.

Vorsitzender: Die leitenden Gesichtspunkte sind ja jetzt nichts anderes als der Ausdruck der Praxis des Börsenkommissariats.

Sachv. **Cohnstädt:** Also da gehe ich etwas weiter.

Vorsitzender: Dann wollen wir zu dem Punkte a übergehen, ob die Mitwirkung staatlicher Behörden bei der Zulassung eintreten soll?

Sachv. **Cohnstädt:** Das halte ich in gewissem Sinne für wünschenswerth. Ich verneine die Frage insofern, als ich es für bedenklich halte, irgend welchen staatlichen Behörden die Pflicht aufzulegen, über jede einzelne Emission ihr Urtheil abzugeben, bei jedem einzelnen Papier, das an den Markt gebracht werden soll, sich über die Zulassung zu entscheiden. Diese Entscheidung könnte sich eben auch nur nach rein formalen Gesichtspunkten vollziehen. Die betreffende Staatsbehörde würde aber doch damit, scheinbar wenigstens und in den Augen des Publikums, eine weitergehende Verantwortung sich auferlegen, eine Verantwortung, die dem Staate nicht zufallen soll, und die er nicht übernehmen kann. Gerade in der letzten Zeit ist das in der hessischen Kammer zur Sprache gebracht worden

(**Vorsitzender:** Hinsichtlich der Darmstädter Bank!)

— ja bei der Darmstädter Bank. Da ist ausgesprochen worden, daß die Staatsaufsicht rein formal sein muß, daß die Staatskommissare im wesentlichen blos Statisten sind, und der hessische Staatsminister hat auch erklärt, daß er später gern bereit ist, das fallen zu lassen, sobald die Statuten nicht es verlangen, wie bisher.

Es würde auch noch nach anderen Seiten bedenklich sein, wenn der Staat verpflichtet ist, die Frage der Zulassung zu prüfen. Wie soll er sich ausländischen Emissionen gegenüber verhalten? Unter Umständen kann ihm das Ja wie das Nein aus politischen Rücksichten ebenso fatal und unangenehm sein.

Dagegen halte ich es allerdings für sehr wünschenswerth, daß unter dem Einfluß der Staatsbehörde Normativbestimmungen hinsichtlich aller deutschen Börsen festgestellt werden, ähnlich wie sie jetzt schon für Berlin und Frankfurt in Kraft sind. Ich sehe keinen Grund, warum diese Bestimmungen für diese beiden Börsen allein gelten sollen, warum nicht alle Börsen sich danach zu richten haben. Freilich meine ich das nicht so, daß etwa ein Gesetz erlassen wird, welches diese Normativbestimmungen absolut und für alle Ewigkeit festnagelt, sondern es müßten die Behörden in irgend welcher Weise bei dem Erlaß der Normativbestimmungen mitwirken, der vielleicht auch durch den Börsenvorstand erfolgen kann. Die Bestimmungen müßten aber auch abgeändert werden können, wenn ein Bedürfniß aus der Praxis hervortritt und zwar ohne den schwierigen und langwierigen Apparat der Gesetzgebung.

Vorsitzender: Sie wollen also im Wesentlichen, daß die Bestimmungen nur unter Mitwirkung eines Staatsbeamten erlassen oder abgeändert werden können?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja wohl!

Vorsitzender: Der Erlaß und die Aenderung würden der Genehmigung bedürfen, ähnlich wie sie jetzt bei dem Erlaß oder der Abänderung der preußischen Börsenordnungen der Handelsminister zu ertheilen hat?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich lege den Hauptwerth darauf, daß überhaupt an allen deutschen Börsen, nicht nur an den preußischen, Normativbestimmungen bestehen und von den Börsenvorständen entsprechend gehandhabt werden.

Vorsitzender: Aber den Inhalt dieser Bestimmungen wollen Sie in das Gesetz nicht aufnehmen —

(Sachv. Cohnstädt: Keineswegs!)

sondern Sie wollen die Feststellung im Wesentlichen den Börsenorganen, den Organen des Handelsstandes überlassen? Sie wollen damit nur herbeiführen — — —

Sachv. **Cohnstädt** (einfallend): eine gewisse Aufsicht des Staates.

Geheimrath Professor Dr. **von Cuny:** Der Herr Sachverständige will aber diese Normativbestimmungen einheitlich für sämmtliche Börsen des deutschen Reiches erlassen sehen. Ich nehme also an, daß er den Erlaß doch nicht ganz den einzelnen Börsen überlassen will; denn dann würde die Einheitlichkeit schwer zu erzielen sein, sondern er will etwa eine kaiserliche Verordnung oder eine Bundesrathsverordnung, die dann also in demselben Wege wie sie erlassen ist, auch wieder geändert werden könnte, ohne daß der schwerfällige Apparat der Reichsgesetzgebung in Bewegung gesetzt würde?

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Wollen Sie sich über diese Frage der Einheitlichkeit für ganz Deutschland noch äußern?

Sachv. **Cohnstädt:** Daraus würde allerdings folgen, daß die Normativbestimmungen nur den alleräußersten Rahmen umfassen können, weil unter Umständen eine einzelne Börse doch ein klein wenig andere Bedürfnisse haben kann als eine andere. Man müßte also dann entweder nur die Grundzüge, die äußersten Linien skizziren und deren Einheitlichkeit für alle vorschreiben, oder man müßte den Börsenvorständen überlassen, vielleicht in gemeinsamer Sitzung mit Vertretern von Reichsbehörden die Grundzüge festzustellen und nachher Aenderungen nur unter Aufsicht der Regierungsorgane, der einzelnen übergeordneten Behörden vorzunehmen.

Vorsitzender: Es ließe sich in der Form denken, daß eine Reichsbehörde über alle an den verschiedenen Börsen bestehende Normativbestimmungen zu wachen und Aenderungen anzuregen hat.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich meine, daß die Einheitlichkeit eben nicht zu straff gehalten werden kann.

Vorsitzender: Das würde eben eine mildere Form sein. Die Bestimmungen würden nicht von Reichs wegen sondern von den einzelnen Bundesstaaten für ihre Börsen erlassen werden, und es würde nur ein Reichsorgan darüber zu wachen haben, daß sie nicht in wesentlichen Punkten von einander abweichen.

Sachv. **Cohnstädt:** Es hat sich gezeigt, daß in der Praxis wirklich die Bedingungen in Berlin und Frankfurt ganz einheitlich geworden sind, daß sie auch für andere preußische Börsen gelten, ohne daß Widerspruch entstanden ist, und ich bin der Meinung, daß, wenn man die außerpreußischen Börsen hineinziehen würde, sie auch einverstanden sein würden, oder es würde sich ein Einvernehmen erzielen lassen.

Vorsitzender: Haben Sie Bedenken gegen das, was Herr Geheimrath von Cuny vorschlug, nämlich daß von Reichswegen durch kaiserliche Verordnung oder Bundesrathsverordnung die Bestimmungen erlassen werden?

Sachv. **Cohnstädt:** Wenn die Festlegung in der Weise geschieht, daß die Bestimmungen schwer abzuändern sind, oder daß das viele Umstände erfordert, würde ich nicht dafür sein.

Vorsitzender: Eine Abänderung der Bestimmungen durch den Bundesrath ist natürlich immer mit einigen Schwierigkeiten verbunden; das Erforderniß einer kaiserlichen Genehmigung bereitet ein weiteres Hinderniß, während Abänderungen, welche den einzelnen Behörden überlassen sind, leichter zu erreichen wären.

Geheimer Kammerzienrath **Frentzel:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob es ihm nicht vielleicht genügen würde, wenn durch Reichsgesetz die einzelnen Regierungen verpflichtet würden, in ähnlicher Weise wie der preußische Handelsminister die Aufsicht über die preußischen Börsen führt, auch ihrerseits die Aufsicht über ihre Landesbörsen zu übernehmen, also daß durch Gesetz festgelegt wird: Ihr Landesbehörden habt Euch um die Börsen zu bekümmern, und daß man nun im Uebrigen die Bestimmungen mehr regional und nach den besonderen Bedürfnissen des einzelnen Staates vielleicht etwas abweichend von andern sich gestalten läßt.

Sachv. **Cohnstädt:** Das würde nach meiner Auffassung vollständig genügen, wenn vorgeschrieben würde, daß die Normativbestimmungen von den Landesbehörden festzustellen sind.

Vorsitzender: Sie wollten blos die Frage der Zulassung der Papiere geregelt wissen. Das, was Herr Geheimrath Frentzel vorschlägt, bezieht sich auf die allgemeine Staatsaufsicht über die Börsen überhaupt. Sie legen besonderen Werth darauf, gerade die Zulassungsfrage in irgend einer Weise gemeinsam geregelt zu sehen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, daß die Grundzüge für die Zulassung allerdings einheitlich sind.

Vorsitzender: Daß entweder die Bestimmungen von Reichs wegen erlassen werden, oder daß ein Reichsorgan eingesetzt wird, welche über die Einheitlichkeit wacht?

Sachv. **Cohnstädt:** Das würde in der Praxis wohl kaum nöthig sein. Ich glaube, daß, wenn man in das Gesetz hineinschriebe, daß Normativbestimmungen von den Landesregierungen zu treffen sind, auch die Landesregierungen im Wesentlichen sich an dasselbe halten würden, was in Preußen jetzt schon gilt.

Vorsitzender: Sie würden die staatliche Genehmigung für genügend halten und keine besonderen Vorsichtsmaßregeln empfehlen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube nicht, daß das nöthig ist.

Vorsitzender: Dann würden wir zu dem folgenden Punkte b kommen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ob die Zulassung ausländischer Papiere von einem Mindestbetrage der einzelnen Stücke abhängig gemacht werden soll.

Vorsitzender: Das sind Kautelen, die verhindern sollen, daß zu kleine ausländische Papiere in Deutschland eindringen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube, daß das wenig Werth haben würde. Ich erinnere, daß Portugiesen und Argentinier in den kleinsten Abschnitten 20 Pfd. Sterl., 500 Franks betrugen, also gerade von diesen Papieren sind kleine Beträge gar nicht vorhanden gewesen. Es macht sehr wenig aus, daß man in dieser Weise die seltenen Fälle schützt, in denen kleine Leute sich entschließen, ganz winzige Beträge aufzunehmen.

Vorsitzender: Es ist auch gesagt worden, daß solide Papiere oft in kleinen Beträgen ausgegeben werden,

(Sachv. Cohnstädt: Italiener z. B.!)

während andere unsolide Papiere höhere Beträge haben oder solche schaffen könnten, um sich auch den deutschen Markt zugänglich zu machen.

Nun kommt die Frage, ob Sie ein größeres Kapital für die Zulassung von Aktien an der Börse vorschlagen würden.

Sachv. **Cohnstädt:** Da bin ich im Ganzen der Meinung, daß kleine Aktiengesellschaften nicht gefährlicher sind, als große; aber ich glaube allerdings auch, daß ganz kleine Aktiengesellschaften nicht für den großen Markt passen. Es wird ja jetzt schon in Berlin wie in Frankfurt an der Praxis festgehalten, daß ein Kapital von 1 Million Mark gefordert wird. Dieses Minimum zu erhöhen, dafür ist mir bis jetzt kein Bedürfniß wahrnehmbar gewesen. Aber auch da erscheint es mir sehr wünschenswerth, daß an allen deutschen Börsen einheitlich verfahren wird.

Vorsitzender: Würden Sie darin eine Vorsichtsmaßregel von einigem Werth erblicken, wenn man bei ausländischen Aktien denselben Mindestbetrag forderte, wie bei inländischen, also 1 000 Mark?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich erlaube mir darauf aufmerksam zu machen, daß die Gold Shares, überhaupt diese ganz kleinen Abschnitte von Aktien bis heute an keiner deutschen Börse zugelassen sind. Zu verhindern, daß sie gekauft werden, wird der Gesetzgebung nie gelingen. Würde aber heute ein Antrag gestellt werden, diese 1 Pfd. Sterl.-Shares in Frankfurt oder in Berlin zur Notirung zuzulassen, so habe ich persönlich die Ueberzeugung, daß das verweigert werden würde, weil man es für bedenklich halten würde, derartige ganz kleine Nominalbeträge zuzulassen.

Die Gefahr ist auch nicht zu überschätzen. Wer in Gold Shares spekuliren will, dem wird es wenig ausmachen, ob der Nominalbetrag auf 1 Pfd. Sterl. oder auf 5 oder auf 10 Pfd. Sterl. lautet. So sehr bringt das doch wohl nicht in das kleine Publikum.

Trotzdem bin ich der Meinung, daß es allerdings seine bedenkliche Seite hat, so kleine Aktienbeträge zu normiren und zu emittiren, und darauf stützt sich meine Vermuthung, daß man diese Shares überhaupt nicht zulassen würde.

Graf **Arnim:** Gegenüber den Einwendungen des Herrn Sachverständigen möchte ich darauf aufmerksam machen, daß die Behauptung, die Gesetzgebung sei nicht in der Lage, etwas dagegen zu thun, insofern doch nicht ganz stichhaltig sein dürfte, und eine zu pessimistische Ansicht von der Wirksamkeit der Gesetzgebung dokumentirt, wenn man bedenkt, daß beispielsweise der Vertrieb von ausländischen Lotterieloosen doch bis zu einem gewissen Maße durch das gesetzliche Verbot beschränkt ist. Soviel ich weiß, dürfen z. B. auch die sächsischen Lotterieloose nicht in Preußen gehandelt werden. Das ist eine weitere Sorge, in welcher Weise man dem Verbot Geltung verschaffen soll.

Sachv. **Cohnstädt:** Die Erfahrung hat gezeigt, daß das Lotterieverbot nicht verhindert, daß sächsische Loose u. s. w. in Preußen gespielt werden. Es geschieht bekanntlich in sehr großem Umfange. — Ich glaube nicht, daß man darauf sehr großen Werth legen könnte.

Graf **Arnim:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob ihm vielleicht bekannt ist, daß zur Zeit eine ganze Anzahl Remissiers in Deutschland existiren, welche sich damit beschäftigen, dem Publikum und besonders den kleinen Leuten afrikanische Gold Shares anzubieten, die den Betrag von 1 Pfd. Sterl. respektive 25 Mark ausmachen, und ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob es ihm nicht befremdlich erscheint, daß, während unsere Gesetzgebung die einzelnen Stücke unserer inländischen Aktien auf einen gewissen Minimal-

betrag beschränkt, die Regierung gestattet, daß ausländische Aktien in der Weise den kleinen mehr oder minder über den Werth dieser Gold Shares vollkommen unorientirten Personen aufgehängt und dadurch, glaube ich, die Sparkraft des Landes um so erheblicher schädigt, als ja bekannt ist, daß die Gold Shares einen sehr zweifelhaften Werth haben.

Vorsitzender: Einige von den kaufmännischen Herren Sachverständigen sagten, es wäre nicht angemessen, wenn gerade in den Aktien so kleiner Gesellschaften spekulirt würde, und sie wollten deshalb lieber ein Mindestkapital von 3 Millionen Mark gefordert wissen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich möchte mir im Gegentheil die Bemerkung erlauben, daß ich unter Umständen sogar Gesellschaften zulassen würde, deren Betrag noch kleiner ist; wenn es sich nämlich um lokale Unternehmungen handelt, und dann natürlich nur für die Börse des engeren Heimathsbezirks, weil gerade dann, wenn solche Aktiengesellschaften doch vorhanden sind und die Aktien doch untergebracht werden, es für das große Publikum von Werth ist, eine Notirung an der Börse zu haben, die besser beurtheilen läßt, wie der Geschäftsgang sich entwickelt, und auch eine Kontrole über die Gestaltung des Kurswerthes gestattet.

Vorsitzender: Dann folgt die Frage, ob man für die Zulassung von Aktien die Beifügung der Verträge und auch des Revisionsberichtes zum Prospekt fordern soll.

Sachv. **Cohnstädt:** Derartige Informationen sind auch jetzt schon in gewissem Maße zuweilen in dem Prospekte gegeben. Man könnte da allerdings einwenden, daß, wenn alle diese Verträge, die ja ohnehin beim Handelsregister zugänglich sind, mit abgedruckt werden sollten, dann die Emissionskosten unter Umständen erheblich vertheuert werden könnten, denn das könnte allerdings zu einer Erweiterung, zu einem Plus an Raumbedarf für die Prospekte führen, was für kleine Emissionen zu kostspielig sein würde. Es scheint mir aber mindestens wünschenswerth, daß diese Verträge nicht blos beim Handelsregister, sondern auch an den Zeichnungsstellen ausgelegt werden sollen, und ich möchte ferner wünschen, daß die Börsenvorstände, also diejenigen Organe, welche den Inhalt der Prospekte sich anzusehen haben, das Verlangen stellen, daß, wenn in diesen Abmachungen etwas enthalten ist, was wesentlich von dem allgemein Ueblichen abweicht, dann mindestens diese Theile ihrem Inhalt nach, wenn nicht im Wortlaut im Prospekt enthalten sein müssen.

Vorsitzender: Von einigen Sachverständigen ist geltend gemacht worden, daß die Gelegenheit, beim Handelsregister die Sache einzusehen, gar nicht benutzt würde.

Sachv. **Cohnstädt:** Sehr wenig.

Vorsitzender: Man sollte also an der Börse oder an den Zeichnungsstellen

(Sachv. Cohnstädt: An den Zeichnungsstellen!)

die Verträge auslegen. Dafür würden Sie auch sein?

Sachv. **Cohnstädt:** Jawohl!

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** In den leitenden Gesichtspunkten der Berliner Börse steht unter Nr. 8: „Falls bei dem Gründungsakte des Unternehmens eine der Voraussetzungen des Artikel 209b der Aktiengesetznovelle zutrifft" — also das ist ja die Voraussetzung, welche den Revisionsbericht herbeiführt — „dann soll der Prospekt das Wesentliche aus diesen Bestimmungen ent-

halten." Ist das nicht, vernünftig gedacht und ausgeführt, schon jetzt das, was der Herr Sachverständige wünscht?

Vorsitzender: Das ist Seite 115 Nr. 14, betreffend inländische Eisenbahnaktien?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, auch da. — Nämlich, ich frage immer unter der Voraussetzung, daß die Behörde darauf achtet, daß dies vernünftig ausgeführt wird, ob dann eine Klarstellung des Wesentlichen eigentlich dem Publikum nicht viel mehr bietet, als wenn dann die Veröffentlichung des ganzen Gründungsberichts vorgeschrieben wird? Denn eben aus der Erfahrung, daß das Publikum nicht zum Register-Richter hingeht und die Verträge einsieht, folgere ich, daß es vielleicht auch nicht, wenn es drei Seiten zu lesen hat, sie wirklich liest, und selbst wenn es liest, daß es zweifelhaft ist, ob es das Wesentliche herausfindet; in Folge dessen sind vielleicht drei Zeilen, die das Wesentliche enthalten, mehr, als diese ganze große Erörterung.

Sachv. **Cohnstädt:** Das entspricht durchaus meiner Auffassung. Ich bin eben deshalb der Meinung, daß man es nicht zur Pflicht machen soll, die Verträge unter allen Umständen mit zu veröffentlichen; daß es für denjenigen, der sich genau informiren will, auch genügen kann, wenn er das Recht bekommt, an der Zeichnungsstelle Einsicht zu nehmen, daß aber das Wesentliche, und zwar das, was Sachkundige und in erster Linie der Börsenvorstand für das Wesentliche halten, in conciser Fassung im Prospekt stehen soll, und ebenso das, was von dem allgemein Vorausgesetzten wesentlich abweicht. Das ist ja wohl auch damit gemeint. Diese Stelle deckt vielleicht das schon, was ich meine.

Vorsitzender: Den Gründungsbericht aber würden Sie doch immerhin auslegen, um dem Publikum wenigstens die Gelegenheit zu geben, ihn einzusehen?

(Sachv. Cohnstädt: Ja!)

Es könnte ja immerhin etwas Erhebliches darin enthalten sein, was die Börsenorgane nicht für nothwendig gefunden haben, zu veröffentlichen. Das Urtheil über das, was wesentlich, ist oft verschieden.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube weiter, daß, wenn die Dinge nicht allein beim Handelsregister liegen, wo sie doch nicht so leicht zugänglich sind, sondern an den Zeichnungsstellen, es auch der Presse leicht sein wird, sich das zu beschaffen. Wenn der Emittent das auslegen muß, wird er keine Schwierigkeiten machen, es auch den Zeitungen zu übergeben, wenn es verlangt wird.

Vorsitzender: Nun würden wir zu dem folgenden Punkte kommen, zu der Frage, ob die Zulassung von Aktien vom Verlauf eines gewissen Zeitraums seit Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll. Darüber sind die Meinungen sehr verschieden gewesen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich bejahe diese Frage, sofern unter dem Zeitraum ein sehr kurzer gemeint ist. Das hängt ja mit der Frage i zusammen: soll eine längere Frist zwischen dem Aushange beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen müssen? — eine Frage, die in Bezug auf das „Erscheinen" wohl nicht ganz genau gefaßt ist.

Also diese beiden Fragen im Zusammenhange bejahe ich in dem Sinne, daß ich sage: zwischen der Eintragung in das Handelsregister beziehungsweise deren Veröffentlichung und zwischen der Zeichnung oder Einführung,

also zwischen dem Moment, wo das Publikum sich zu entscheiden hat: soll ich mich betheiligen oder nicht — zwischen dem Erscheinen des Prospekts und dieser Entscheidung muß ein gewisser Zeitabschnitt liegen; ein nicht zu langer Zeitabschnitt, sonst wird das Risiko des Unternehmers ungebührlich vergrößert und das hat keinen Zweck; aber doch ein Zeitraum, der groß genug ist, damit das Publikum das ihm gebotene Material prüfen kann, damit die Presse das vermag, und damit die Kritik der Presse auch wirksam werden kann.

Vorsitzender: Bei der ersteren Frage hatte man allerdings den weiteren Gesichtspunkt, daß man dem Unternehmen Zeit lassen will, sich zu konsolidiren. Erst dann soll der Handel in den Papieren statthaft sein. Es ist da doch an einen längeren Zeitraum gedacht. Manche von den Herren — nicht die Mehrzahl, aber einige — haben einen Zeitraum von 1 bis 2 Jahren für angemessen gehalten.

Sachv. **Cohnstädt:** In diesem Sinne würde ich die Frage verneinen. Das scheint mir nicht nöthig. Es kann eine Sache sich seit Jahrzehnten ganz ausgezeichnet bewährt haben; sie braucht sich, wenn verläßliche Informationen über die Vorgeschichte des Unternehmens, der Aktiengesellschaft, gegeben werden, nicht weiter als Aktiengesellschaft noch erst zu bewähren. Ich glaube, daß das vollständig genügen kann. Um ein Beispiel zu geben: Die Aktien der Höchster Farbwerke wurden erst, nachdem sie viele Jahre bestanden hatten, an die Börse gebracht. Wäre diese Emission acht Tage nach der Eintragung erfolgt und mit genügenden Informationen über die Vorgeschichte des Unternehmens, so würde dies meiner Ansicht nach ganz denselben Zweck erfüllt haben.

Vorsitzender: Es sind mancherlei Beispiele angeführt worden. Man hat auf der anderen Seite gesagt: 1, 2 Jahre würden noch nicht einmal eine hinreichende Bürgschaft gewähren, da die Vorstände in der Lage sind, ein Unternehmen allenfalls so lange über Wasser zu halten, und ihm den Anschein zu geben, als ob es prosperirt; und wenn die Aktien nachher an die Börse kommen, so zeige sich plötzlich, daß sie nur geringen Werth haben.

Sachv. **Cohnstädt:** Durch die Art der Geschäftsführung kann man ja das Ergebniß für 1, 2 Jahre verschönern.

Vorsitzender: Sie würden das also nicht empfehlen. Dagegen wollen Sie dem Publikum einige Zeit lassen, sich zu orientiren; es soll nicht überrascht werden?

Sachv. **Cohnstädt:** Jawohl. Es ist 1889/90 einige Male vorgekommen, daß am Tage nach der Eintragung in das Handelsregister und der Veröffentlichung, oder zwei Tage nach dem Erscheinen des Prospekts die Zeichnung und Einführung stattfand. In diesen Fällen ist es ja ausgeschlossen, daß das Publikum sich genügend informirt und daß die Kritik der Presse wirkt, wenn sie auch noch so gewissenhaft geübt wird.

Vorsitzender: Was würden Sie für eine Frist empfehlen? 6, 8 Tage oder noch länger?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, das ist eine Frage der praktischen Erwägung. 6, 8 Tage ist ungefähr das, was ich meine.

Vorsitzender: Einige Herren haben 14 Tage empfohlen.

Sachv. **Cohnstädt:** Das ist wohl nicht nöthig.

Vorsitzender: Die Frist soll zwischen dem Moment der Zulassung und dem ersten Handel an der Börse liegen?

Sachv. **Cohnstädt:** Nein, im Gegentheil: zwischen dem Erscheinen der Handelsregistereintragung und der Aufforderung zur Betheiligung, und zwischen dem Augenblick, in welchem das Publikum über die Betheiligung sich zu entscheiden hat. Die Zulassung zur Börse, das Erscheinen an der Börse ist eine Sache, die damit weniger zu thun hat. Der Kapitalist muß sich ja am Zeichnungstage entschließen. Also, wenn zwischen der Zeichnung und der Einführung an der Börse — — —

Vorsitzender (einfallend): Die leitenden Gesichtspunkte der Börsenordnung können auf den Zeichnungsvorgang keinen rechten Einfluß gewinnen. Das ist sehr schwer.

Sachv. **Cohnstädt:** Doch! Man könnte sagen, daß zwischen dem Erscheinen des Prospekts und dem Zeichnungs- oder Einführungstage eine Frist von — — —

Vorsitzender (einfallend): „Zeichnungs- oder Einführungstag", das ist ja etwas Anderes, das sind zwei verschiedene Zeitpunkte. Ich meine, auf den Zeichnungstag können die leitenden Gesichtspunkte höchstens den Einfluß gewinnen, daß sie sagen: ein solches Papier, bei dem die Frist nicht beachtet ist, wird nicht zugelassen. Wollen Sie es in dieser Weise durchführen?

Sachv. **Cohnstädt:** Jawohl. Mit der Einführung meine ich die Fälle, wo keine öffentliche Subskription stattfindet, sondern nur die Einführung an der Börse. Die Einführung, die nach der Zeichnung, nach der öffentlichen Subskription stattfindet, kommt nicht mehr in Betracht, denn da hat das Publikum sich schon entscheiden müssen.

Vorsitzender: Das ist nicht immer der Fall. Die Zeichnung braucht ja keine öffentliche gewesen zu sein. Sie meinen also die öffentliche Zeichnung? Wie wollen Sie das erzielen?

Sachv. **Cohnstädt:** Die Frage ist gestellt: soll das geschehen? Ich bejahe die Frage.

Vorsitzender: So ist sie nicht gestellt. Hier ist von der Einführung an der Börse die Rede.

Sachv. **Cohnstädt:** Es ist der Punkt i. Es handelt sich da doch immer um Papiere, die zur Börse zugelassen werden sollen.

Vorsitzender: Die Veröffentlichung des Prospekts erfolgt ja doch bei der Zulassung.

Sachv. **Cohnstädt:** Die ganze Bestimmung ist ja für die Zulassung zum Handel und zur Notirung. Also die Zulassung zum Handel und zur Notirung würde auch zur Vorbedingung haben, daß diese Frist eingehalten ist; sonst würde die Zulassung verweigert werden.

Vorsitzender: Die Einführung soll doch erst später erfolgen?

Sachv. **Cohnstädt:** Gewiß! Dann würden die Papiere hinterher nicht mehr eingeführt werden. Es wird kein Emittent diese Vorschrift außer Acht lassen, wenn er weiß, daß ihm nachher die Zulassung verweigert wird.

Vorsitzender: Sie kommen immer darauf hinaus, daß Sie die Frist haben wollen, aber eine Ausnahme machen, wenn schon früher eine Subskription stattgefunden hat. In diesem Falle wollen Sie verlangen, daß zwischen dem Erlaß des Prospekts und der Zeichnung eine gewisse Frist vergangen ist. Das wird aber von selber stets geschehen, denn wenn der Prospekt erlassen ist, wartet man doch einige Tage?

Sachv. **Cohnstädt:** In den Fällen, die ich im Auge habe, ist das nicht geschehen. Man hat, vielleicht mit Absicht, nicht gewartet, sondern man hat heute den Prospekt erscheinen lassen und morgen oder übermorgen die Subskription eröffnet.

Vorsitzender: Ich weiß nicht, ob es möglich ist, eine Minimalfrist für alle Fälle vorzuschreiben. Es ist jedenfalls sehr fraglich.

Sachv. **Cohnstädt:** Man wird das nicht zu weit ausdehnen. Wenn die Frist nur 5 Tage beträgt, so würde das in der Regel schon genügen.

Vorsitzender: Das würden Sie verlangen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Diese Frage ist hier von mehreren der Herren Sachverständigen unter dem Gesichtswinkel behandelt worden: es sollte der Prospekt zwar von dem Kommissariat geprüft und auch gebilligt werden, es sollte dann aber, statt daß jetzt den Maklern gesagt wird, wir haben gebilligt, von jetzt ab sind die Makler beauftragt resp. berechtigt, ein Papier zu handeln, statt dessen nur gesagt werden: Diese Makler sind berechtigt, aber ihre Berechtigung fängt erst an nach 8 Tagen, nach 14 Tagen oder welche Frist man nehmen will.

Nun ergab sich eine zweite Frage. Denkt man sich, daß der Prospekt Eigenthum des Publikums, namentlich Gegenstand der Kritik der Presse wird, so könnte es ja möglich sein, daß durch die Kritik Thatsachen ans Licht kommen, welche das Börsenkommissariat nicht gekannt hat, die vielleicht den Anlaß geben, daß einzelne Personen das Börsenkommissariat darauf aufmerksam machen: Ihr habt offenbar diesen und diesen Umstand nicht berücksichtigt, dann entsteht die Frage: soll das Börsenkommissariat auf Grund einer derartigen Mittheilung in eine erneute Berathung eintreten und eventuell also einen früheren Beschluß aufheben, modifiziren oder in irgend einer Weise verändern?

Sie (zum Sachverständigen) werden selbst, je nachdem man diese Sache beurtheilt, die Folgenschwere der Sache ermessen können, da es ja eine Menge Dinge giebt, die vielleicht vorher nicht zu übersehen waren, und nun das Börsenkommissariat in die schwierige Lage kommen könnte, exakte Beweise fordern zu müssen, die der Andere vielleicht doch nicht in dem Maße geben kann.

Vorsitzender: Das sind zwei Fragen. Die zweite Ausführung betrifft eine ganz neue Gestaltung des Zulassungsverfahrens. Die erste giebt das wieder, was unsere Frage intendirt hat.

Wir haben fragen wollen: empfiehlt es sich, die Bedingungen des Handels an der Börse in der Weise zu erschweren, daß eine gewisse Frist verlaufen sein muß, den Maklern also zu sagen: Ihr dürft erst nach 6 bis 8 Tagen handeln, nachdem die Zulassung ausgesprochen ist. Hierüber hat sich der Herr Sachverständige bereits im Wesentlichen geäußert.

Der zweite von Herrn Geheimrath Frentzel angeregte Punkt betrifft dagegen die Frage, ob ein solches Verfahren zu organisiren ist, wie es in Brüssel besteht, daß die definitive Zulassung erst ausgesprochen wird, nachdem eine gewisse Frist zu Einwendungen verlaufen ist. In Brüssel darf erst gehandelt werden, wenn die Frist verstrichen ist und Einwendungen nicht erhoben sind, respektive wenn das betreffende Organ die Einwendungen geprüft und verworfen hat.

Was meinen Sie nun hierzu?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich begreife allerdings, daß das dem Börsenvorstand eine unter Umständen recht

unangenehme Verantwortung und Thätigkeit auferlegt. Allein ich würde — das wird ja übrigens nur in seltenen Ausnahmefällen in Betracht kommen — dem Börsenvorstand doch immer das Recht für vorbehalten erachten, daß er unter Umständen, also in besonders schlimmen Fällen, den Beschluß auch wieder zurücknehmen kann. Setzen wir den Fall, daß sich hinterher herausstellt, es habe geradezu ein Betrug stattgefunden, oder man sei im Begriff, einen Betrug zu begehen, der erst durch Kritik oder Warnung an die Oeffentlichkeit gekommen ist, dann sollte allerdings in solchen extremen Fällen der Börsenvorstand seine Erlaubniß wieder zurücknehmen können.

Vorsitzender: Das würden Sie empfehlen. Aber Sie halten es nicht für nöthig, jedesmal eine Frist zu setzen, bevor man die Zulassung ausspricht?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich habe bis jetzt nicht die Wahrnehmung gemacht, daß das nöthig wäre.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen auf Folgendes aufmerksam machen: wenn in dem von ihm angeführten Fall die Sache so liegt, daß das Börsenkommissariat die Zulassung genehmigt hat, in Folge dessen gezeichnet ist, 14 Tage später dann eventuell die Einwendung kommt, und der Beschluß nun redressirt wird, dann entsteht die Frage: wie gestaltet sich die Rechtslage betreffs der geschehenen Zeichnungen, würden die Zeichnungen annullirt, oder wie ist das zu denken?

Sachv. **Cohnstädt:** Das ist allerdings eine schwierige Frage, auf deren generelle Beantwortung ich nicht vorbereitet bin. Es sind mir aber Fälle denkbar, in denen eine Emission aus derartigen Gründen annullirt werden kann, und dann würde ja die Notirung von selbst wegfallen. Auf der anderen Seite, wenn die Zeichnung stattgefunden hat, wenn die Papiere rechtmäßig in den Besitz von Dritten übergegangen sind, die darauf gerechnet haben, daß ein Markt geschaffen wird, so würde der Wegfall der Notiz die Leute allerdings schädigen.

Geheimrath Professor Dr. **von Cuny:** Das würden ja allerdings wirthschaftlich und gesetzlich sehr schwierige Fragen sein. Sie sind aber auch durch den Vorschlag, der früher gemacht worden ist, keineswegs veranlaßt; denn jener frühere Vorschlag ging vielmehr dahin, daß überhaupt, bevor das Börsenkommissariat sich über die Zulassung schlüssig macht, eine Veröffentlichung stattfinden soll, und dadurch eine Zeitfrist gewonnen werden soll, innerhalb welcher bei dem Börsenkommissariat etwaige Bedenken gegen eine Zulassung vorgebracht werden können. Es würde also nicht gezeichnet werden können und überhaupt alles dasjenige, was jetzt eben erwähnt worden ist, gar nicht eintreten, so lange nicht die Veröffentlichung stattgefunden hat und nach der Veröffentlichung die fragliche Frist abgelaufen ist. Von einem Rückgängigmachen würde alsdann gar nicht die Rede sein. Das Börsenkommissariat entscheidet sich für die Zulassung bei dem fraglichen Vorschlage erst dann, wenn die Veröffentlichung stattgefunden hat, und wenn in Folge der Veröffentlichung keine triftig erscheinenden Bedenken eingegangen sind.

Sachv. **Cohnstädt:** So viel ich weiß, wird ja heute schon in Berlin an die Zulassung die Bedingung geknüpft, daß das Börsenkommissariat die Zulassung gewährt unter dem Vorbehalt, daß nachher die Prospekte in den Zeitungen veröffentlicht werden. Also es ist ja derartiges schon vorhanden. Ob es sich in der Praxis als nothwendig erweisen wird, das auszudehnen, ist eine Frage, die man vielleicht noch der Zukunft überlassen kann; wenigstens

habe ich bis jetzt das Bedürfniß nicht gesehen. Es war ja eben meine Meinung, daß diese Normativbestimmungen, die ich für alle Börsen eingeführt sehen möchte, nicht ein für alle mal festzulegen sind.

Bei der Veröffentlichung von Prospekten in den Zeitungen erlaubte ich mir schon, darauf aufmerksam zu machen, daß gegenwärtig in Berlin die Prospekte allerdings jedesmal in den Zeitungen veröffentlicht werden müssen, daß es in der Praxis in Frankfurt sich ebenso vollzieht, daß aber nicht an allen Börsen diese Vorschrift besteht. In München z. B. sind Emissionen vorgenommen worden, ohne daß überhaupt ein Prospekt erschienen ist, aber der Prospekt wurde nicht auf dem Wege der Insertion in die Oeffentlichkeit gebracht, sondern wurde gewissen Kapitalisten oder Bankiers einfach privatim zugeschickt, so daß die Presse gar nicht in der Lage war, die Angelegenheit sachlich zu beurtheilen. In Frankfurt steht es allerdings in den Bedingungen, daß die darauf bezüglichen Bekanntmachungen in Frankfurter Zeitungen zu inseriren sind; das sind aber nur Bekanntmachungen, die sich auf die Auszahlung von Dividenden oder auf Verloosungen beziehen. Im Prinzip begnügt man sich in Frankfurt damit, daß der Prospekt in dem öffentlichen Kursblatt abgedruckt wird. Das scheint mir nicht ausreichend, deshalb, weil das öffentliche Kursblatt doch wesentlich nur in die Hände der Bankiers kommt, während gerade die Veröffentlichung des Prospekts nicht für die Bankiers, sondern für das zeichnende Publikum bestimmt ist.

Auch da möchte ich nicht verabsäumen zu bemerken, daß nicht etwa der Vortheil der Frankfurter Zeitungen für diese meine Ausführungen maßgebend ist —

(Vorsitzender: Das setzen wir als selbstverständlich voraus!)

Die Leute legen Werth auf die Publikationskraft der Frankfurter Zeitung. Also wenn Prospekte veröffentlicht werden, geschieht es immer im Interesse der Emittenten.

Vorsitzender: Das steht in der Börsenordnung, nicht blos in den „leitenden Gesichtspunkten". Die Berliner Börsenordnung schreibt vor: Es muß eine Publikation in Berliner Zeitungen stattgefunden haben; § 13 lautet:

> „Das Börsenkommissariat der Fondsbörse darf den Handel in einem bestimmten Effekt den vereideten Maklern nur dann gestatten, wenn in einer von ihm hinreichend befundenen Weise die für die Beurtheilung des Effekts wichtigen Angaben seitens der hiesigen das Effekt einführenden Firma durch Aushang an der Börse und Insertion in Berliner Zeitungen bekannt gemacht worden sind."

Sachv. **Cohnstädt:** Für Berlin!

Vorsitzender: Ja. Für Frankfurt besteht eine ähnliche Bestimmung nicht?

Sachv. **Cohnstädt:** Meines Wissens nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es kommen doch also drei Abschnitte in Betracht, von denen auch die Rede gewesen ist: Eintragung, wenn es sich um eine Aktiengesellschaft handelt, in das Handelsregister, Prospektveröffentlichung, sei es nun gedacht als Folge einer bereits beschlossenen Zulassung, oder sei es gedacht als eine Handlung vor dem Zulassungsbeschluß, und endlich „treten in den Handel" — um mich einmal so auszudrücken — was ja meines Erachtens Beides umfaßt: das Auflegen zur Zeichnung, wie auch das Zulassen zum Handeln an der Börse ohne das Auflegen zur Zeichnung.

Nun hatte ich zuerst den Eindruck, daß Sie (zum Sachverständigen) auch von einer Frist, deren Anfangstermin bemessen wird von der Publikation der Eintragung in das Handelsregister, sich etwas versprechen. Aber im Laufe der weiteren Verhandlung ist dieses Moment wohl weggefallen. Darauf legen Sie doch wohl keinen Werth? Oder wollen Sie auch, daß noch zwischen einem dieser nachfolgenden Akte und der Eintragung in das Handelsregister, oder, wie Sie ganz richtig bemerkten, der Veröffentlichung der Eintragung in das Handelsregister, eine Frist sein soll? Ich glaube, die hat nach der Art, wie Sie die Gesetze auffassen, keinen Zweck.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich denke mir, daß das praktisch zusammenfallen wird, da wohl keine Veröffentlichung des Prospekts stattfinden kann, ehe die Eintragung in das Handelsregister veröffentlicht worden ist; die Frist zwischen der Veröffentlichung aus dem Handelsregister und der Erlaubniß zum Zeichnen aufzulegen, braucht keine längere zu sein.

Vorsitzender: Es ist etwas Anderes bei der Frage vorausgesetzt; sie hat einen ganz anderen Zweck.

Sachv. **Cohnstädt:** Jawohl.

Vorsitzender: Sie wollten nur eine Frist zwischen der Veröffentlichung des Prospekts und der Zulassung zum Handel vorschlagen?

Sachv. **Cohnstädt:** Eben damit das Publikum nicht nur im Handelsregister seine Informationen bekommen kann, denn daraus wird ja nicht Alles veröffentlicht.

Vorsitzender: Das heißt, die näheren Angaben im Prospekt behandeln mehr formelle Punkte?

Sachv. **Cohnstädt:** Darum lege ich Werth darauf, daß ein gewisser Zeitraum, und ein nicht zu langer Zeitraum — ein knapp bemessener Zeitraum im Minimum zwischen dem Erscheinen des Prospekts und dem Augenblick, wo das Publikum sich zu entscheiden hat, liegen muß.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn man sich zu dem Verfahren entschlösse, daß erst der Prospekt zur Provozirung von etwaigen Einwendungen publizirt werden muß, und dann erst der Zulassungsbeschluß gefaßt wird, dann ist es mir zweifelhaft, ob sich z. B. eine fremde Regierung dazu verstehen wird, zu gestatten, daß die Materialien, die sie giebt, veröffentlicht werden, auf die Gefahr hin, daß dann doch das Börsenkommissariat die Zulassung verweigert.

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Würden Sie dagegen Bedenken haben?

Sachv. **Cohnstädt:** Wenn ich annehme, daß die Frist keine große sein darf, also etwa 5 Tage, so würde es allerdings schwierig sein, den Beschluß der Zulassung zur Notiz erst nach der Veröffentlichung des Prospekts und nach dem Einsetzen der Kritik zu fassen; die Zeit würde dafür etwas knapp werden. Würde anderseits über die Zulassung etwa erst nach dem Zeichnungstage zu entscheiden sein, so läge darin die Gefahr, daß man sich betheiligen, sich verpflichten würde, etwas abzunehmen, und wenn nachher die Zulassung nicht erfolgt, ein nicht kotirtes, also ein schwer wieder unterzubringendes Papier besitzen würde.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will nur eine beiläufige Bemerkung machen. In Berlin geht der Spruch des Börsenkommissariats darauf: wir lassen es zum Handel zu. Damit ist aber noch nicht ein Notirungsrecht

erwarben. Dieses wird van einer anderen Behörde, dem Aeltestenkallegium, ertheilt, nachdem eine Zeit lang ein geardneter Handel in genügendem Umfange stattgefunden hat.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Davan kann ja gar nicht die Rede sein, daß die Auslegung zur Zeichnung möglich wäre, bevar das Börsenkammissariat den Zulassungsbeschluß gefaßt hat. Mein Bedenken ist nur das, ab nicht das Verfahren, welches darauf hinausgeht: veröffentliche erst den Prospekt, und dann werde ich Börsenkammissariat mich darüber schlüssig machen, — ab nicht dieses Verfahren daran scheitern wird, daß ausländische Emittenten dach sagen werden: nein, darauf will ich mich nicht einlassen, daß alle meine Angaben, die ich gemacht habe, mein Budget und alles das, der öffentlichen Kritik mit der Wirkung unterzagen werden kann, daß das Börsenkammissariat sagt: ich lasse das Papier nicht zum Handel zu. Das ist mir das Bedenkliche.

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Was sagen Sie dazu?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich kann nur wiederhalen, daß es bei der Frist von 5 Tagen, wie ich sie im Auge habe, schwer möglich sein wird, nach der Veröffentlichung die Kritik abzuwarten und dann sich nach vor dem Zeichnungstage zu entschließen. Dazu müßte man die Frist länger wählen, und das halte ich für wirthschaftlich bedenklich. Denn das würde dem Emittenten in bewegten Zeiten ein weitgehendes Risika auflegen, ja unter Umständen die ganze Emissian unwirksam machen, wenn etwas dazwischen kommt, wenn die Verhältnisse des Weltmarktes sich ändern.

Vorsitzender: Sie würden alsa das Brüsseler Verfahren nicht empfehlen?

Sachv. **Cohnstädt:** Das scheint mir ein bischen weit zu führen.

Vorsitzender: Haben Sie über den Punkt nach etwas zu sagen, ader können wir zur Frage der Verantwortung der Emissianshäuser, f, übergehen?

Sachv. **Cohnstädt:** Wenn ich da den Artikel 249a recht verstehe, sa bedroht dieser nur diejenigen falschen Veröffentlichungen mit Strafe, die innerhalb der ersten 2 Jahre nach der Gründung stattfinden. Wenn das der Fall ist, dann scheint mir diese Begrenzung auf 2 Jahre sachlich nicht berechtigt. Diese Begrenzung findet sich in den Artikeln 180a und 213b in einem anderen Sinne. Aber der Artikel 249a sagt: Es sall bestraft werden, wer wissentlich falsche Angaben in einer derjenigen Veröffentlichungen macht, die nach Artikel 180a und 213b vargesehen sind. Da ist alsa die Beschränkung auf 2 Jahre nach der Gründung. Wenn Einer ein Unternehmen gründet und die Aktien in der Tasche behält, diese 2 Jahre abwartet und nachher bei der Emissian eine falsche Angabe macht, sa würde ja der Artikel 249a nicht mehr zutreffen, wenn meine Voraussetzung richtig ist; und da scheint mir diese Strafandrahung insofern nicht weitgehend genug.

Dagegen sehe ich gar keinen Grund, warum im Prinzip diese Verantwartung sich lediglich auf Aktien und nicht auf fest verzinsliche Papiere erstrecken soll. Nun würde allerdings die schwierige Frage entstehen, wie weit hat der Emittent bei fest verzinslichen Anleihen für den Inhalt des Praspektes zu haften? Ich halte es für übertrieben, wenn man ihm eine Haftung auflegen wallte für alles, was im Praspekt steht; er ist nicht im Stande, zu prüfen, ab etwa das Budget, das Portugal veröffentlicht hat, zu-

verläßig ist, er ist vielleicht nicht einmal immer im Stande, die Bilanzen von Aktiengesellschaften, besonders von ausländischen, auf ihre Verläßlichkeit zu prüfen. Eine Haftpflicht des Emittenten scheint mir aber auch heute schon in gewissem Maße zu bestehen; für das Wissentliche, also für wissentlich falsche Angaben, würde er nach meiner Auffassung auch heute schon haften, selbst wenn diese wissentlich falschen Angaben, die Angaben, die er als falsch kennt, nicht in dem Theil standen, den er speziell unterzeichnet hat, sondern in dem, welchen der Schuldner unterzeichnet hat. Ich glaube sogar, daß er — und darauf kommt es ja hauptsächlich an — dem Zeichner gegenüber auch heute schon für grobe Fahrlässigkeit haftet. Ich habe gerade eine Entscheidung im Auge — ich glaube, sie ist vom Reichsgericht ergangen —, in welcher der Emittent als haftbar erklärt worden ist für Angaben, die er als unzutreffend hätte erkennen müssen.

(Während dieser Rede hat Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp den Vorsitz übernommen.)

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich glaube zwar, daß die letztere Bemerkung nicht richtig ist, aber wir brauchen das ja nicht weiter festzustellen. Es kommt darauf an, wie weit Sie mit der Auferlegung der Verantwortlichkeit gehen wollen. Wenn ich recht verstanden habe, so wollten Sie zwar das Emissionshaus nicht für alle Angaben des Prospekts haften lassen, aber dem Emittenten doch eine gewisse Verpflichtung auferlegen. Sie sind vielleicht damit einverstanden, daß er die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu prästiren hätte, oder geht Ihnen das zu weit?

Sachv. **Cohnstädt:** Das ist in dem Urtheil, das ich gerade im Gedächtniß habe, allerdings verlangt; das kann aber unter Umständen auch wieder zu weit gehend sein. Ich glaube, daß der Emittent nicht nur für das wissentlich Falsche, sondern auch für grobe Fahrlässigkeit haften soll.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Also für grobe Fahrlässigkeit wollen Sie ihn haften lassen; soweit wollen Sie gehen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Soll er diese Verantwortung dadurch äußerlich dokumentiren, daß der Prospekt von ihm unterschrieben wird? — Das ist eine nebensächliche Frage.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube allerdings, daß der Emittent den Prospekt in allen Fällen unterzeichnen soll. Das geschieht wohl auch.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das geschieht jetzt fast nie!

Sachv. **Cohnstädt:** Sie unterscheiden zwischen Prospekt und Zeichnungsbedingungen?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ja, die Emittenten unterzeichnen den Prospekt nie oder selten. In der Regel wird der Prospekt von der Direktion oder dem Schuldner oder von dem betreffenden Finanzminister unterzeichnet; dann heißt es: auf Grund obigen Prospekts fordere ich zur Zeichnung auf.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich bin der Meinung, daß der Emittent nicht nur für den Inhalt der Zeichnungsbedingungen haften soll, sondern für den gesammten Inhalt, in der Begrenzung, die ich ausgesprochen habe.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann können wir zu g übergehen: Soll der Preis angegeben werden? Der Zweck dieser Preisangabe wird darin gefunden, daß

man annimmt, in dem Preis dokumentire sich die Auffassung, welche das Emissionshaus von dem Werth des betreffenden Effekts hätte.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich halte trotzdem eine derartige Bestimmung für zwecklos, weil, wenn das Publikum kauflustig ist — und das ist besonders in Zeiten der gesteigerten Spekulationslust der Fall — auch durch niedrigen Uebernahmepreis sich niemand abschrecken lassen würde, und weil ferner diese Bestimmung sehr leicht zu umgehen wäre. Man könnte sich auf irgend eine andere Weise Vortheile schaffen und dann würde man mit der Preisangabe nur irre führen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Empfiehlt es sich, den Prospektenzwang auf alle Konvertirungen und Kapitalserhöhungen auszudehnen?

Sachv. **Cohnstädt:** Das ist eine Frage, welche in der Praxis jetzt schon bejaht ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Doch nicht! Ich glaube sogar, es wird an der hiesigen Börse ausdrücklich kein Prospekt verlangt, wenn es sich lediglich um Zinsherabsetzungen handelt. Auf der anderen Seite behauptet man, daß gerade diese Zinsherabsetzungen einer sehr sorgsamen Kontrole durch die Aeltesten bezw. durch die Börsenorgane bedürften, weil gerade dadurch vielfach Schädigungen der Gläubiger herbeigeführt werden, daß zunächst hoch verzinsliche Papiere an den Markt gebracht werden und dann, nachdem diese feste Abnehmer gefunden haben, mit der Konvertirung begonnen wird.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich meine es nicht ganz in diesem Sinne. Der Börsenvorstand wird nicht prüfen können, ob die Konversion, die Zinsherabsetzung an sich berechtigt ist, wohl aber soll es der betheiligte Kapitalist thun, er soll prüfen, ob das Papier, das er zu einem höheren Zinssatz für kaufwürdig gehalten hat, auch noch kaufwürdig ist, wenn der Zins herabgesetzt wird. Nun freilich kennt er das Papier, aber dieses Kennen ist doch ungenügend. Er hat die Sicherheit für ausreichend erachtet, um bei 5 Prozent Zinsen ein Papier zu kaufen, weil er in dem Zinsgenusse eine Risikoprämie besitzt. Wenn aber der Zins auf 4 Prozent herabgesetzt wird, dann soll er von neuem sich die Qualität ansehen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Die Befürchtung für das Emissionshaus, für die in dem Zinsfuß herabgesetzten Effekten die Kursnotirung nicht zu bekommen, würde unter Umständen das Emissionshaus doch veranlassen, etwas sorgsamer bei der Konvertirung vorzugehen. Würde das nicht von Werth sein? Die Aeltesten würden ja zweifellos befugt sein, die Notirung der neuen Effekten zu verweigern. Die Convertirung stellt sich doch thatsächlich als ein doppeltes Geschäft dar; die eine Anleihe wird gekündigt, zurückgezahlt, und dann wird eine neue Anleihe zu niedrigerem Zinsfuß aufgelegt. Wenn nun der Emittent mit der Möglichkeit rechnen müßte, daß die Börsenorgane diese Anleihe unter Umständen nicht zulassen, dann würde er bei der Konvertirung jedenfalls viel sorgsamer sein.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube nicht, daß man den Börsenvorständen die Verpflichtung auferlegen kann, nach dieser Richtung zu prüfen. Das geht zu weit.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Aber Sie würden den Prospektzwang für nöthig erachten?

Sachv. **Cohnstädt:** Für nützlich.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Also nur für nützlich! Zu i haben Sie sich ja schon geäußert.

Sachv. **Cohnstädt:** Ja wohl.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wollen Sie sich dann zu k äußern.

Sachv. **Cohnstädt:** Zum Handel per Erscheinen?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ja.

Sachv. **Cohnstädt:** Die Frankfurter Zeitung hat seit vielen Jahren den Grundsatz, diese Kurse nicht zu notiren, diese Umsätze nicht zu berichten, die vor dem Tage gemacht waren, an welchem das Publikum sich über die Betheiligung zu entscheiden hat. Das Unheil, das mit solchen Notirungen angerichtet werden kann, ist ja freilich dadurch begrenzt, daß man nicht blos per Erscheinen kaufen, sondern auch verkaufen kann; allein die Regel ist denn doch bei dieser Gelegenheit, daß wenn überhaupt ein Umsatz vorher stattfindet, dies in steigender Preisrichtung geschieht. Das ist ja sehr häufig auch die Absicht dieser Umsätze, und eben deshalb, damit das Publikum nicht durch diese Mittheilung von dem steigenden Kurs, also von dem Aufgeld an dem Emissionspreis irregeführt werden kann oder unberechtigt beeinflußt wird, haben wir diese Notirungen nie bei uns erwähnt, und ich glaube, daß es ganz gut wäre, wenn sie auch anderwärts nicht erwähnt würden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es handelt sich hier nicht blos darum, daß die Presse keine Kursnotirungen per Erscheinen bringt, sondern darum, ob der Handel per Erscheinen verboten werden soll, d. h. ob die Notirung per Erscheinen den vereideten Maklern verboten werden soll.

Sachv. **Cohnstädt:** Das ist ja der einzige Weg, in dem man überhaupt eingreifen kann. Man kann doch nicht der Presse unbedingt untersagen, etwas zu notiren. Aber das erscheint mir richtig, daß man den Umsatz per Erscheinen nicht zuläßt, jedoch nicht bis zur Zutheilung — das ist zu weit gegangen, das ist überflüssig — nur bis zum Zeichnungstage.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Diese Anregung ist auch von einem anderen Herrn Sachverständigen gegeben. Sie wollen das Verbot bis zum Zeichnungstage, der andere Sachverständige wollte es nur bis zum Beginn der Zeichnung, und da wurde von anderer Seite entgegnet, daß dann dieses Verbot in vielen Fällen keinen praktischen Werth haben würde, weil häufig sechs Tage zur Zeichnung freigegeben würden. Also Sie meinen, bis zur Beendigung der Zeichnung?

Sachv. **Cohnstädt:** Bis zur Beendigung der Zeichnung, denn bis zu diesem Augenblick kann das Publikum beeinflußt werden, und das will ich verhindern.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das ist auch im Wesentlichen der Sinn der Frage.

Dann möchte ich noch eine andere Frage an Sie richten. Sie haben sich ja gegen die Mitwirkung staatlicher Behörden bei der Emissionsthätigkeit ausgesprochen. Würden Sie sich für eine Aenderung in der Organisation der Börsenorgane nach der Richtung hin aussprechen, daß auch Industriellen und anderen unabhängigen, am Börsengeschäft nicht direkt betheiligten Personen eine gewisse Vertretung bei der Entscheidung über die Zulassung von Effekten gegeben würde? Man macht jetzt diesen Organen den Vorwurf, daß sie vorzugsweise die Börseninteressen berücksichtigen, während es sich doch ganz zweifellos insbesondere bei großen Anleihen auch erheblich um öffentliche Interessen handelt. Es ist daher angeregt worden, es sollte die Stelle, die über die Zulassung zu befinden hätte, dadurch erweitert werden, daß auch Groß-

industrielle, die von irgend einem Gremium gewählt würden, oder auch sachverständige Personen, die sich vom Geschäft zurückgezogen und kein persönliches Interesse mehr haben, gewissermaßen als Vertreter des Publikums in dieselbe hineinkommen sollten.

Sachv. **Cohnstädt:** In Frankfurt vollzieht sich das bereits insofern, als der Vorstand aus Mitgliedern der Handelskammer besteht, die ja nicht blos Börsenmitglieder umfaßt, sondern auch Vertreter von Großhandel und Industrie. Ein Bedürfniß, die Behörde, welche die Prospekte zu prüfen und über die Zulassung zu entscheiden hat, anders zusammenzusetzen, habe ich bisher nicht wahrgenommen, und ich glaube auch, daß diese Fragen auch von dem Gesichtspunkte, das Publikum zu schützen, doch nur beurtheilt werden können mit der Sachkenntniß, die eben den Geschäftsleuten innewohnt, daß also jemand, der sich damit garnicht befaßt, entweder leicht zu irrigen Gesichtspunkten kommen kann oder aber überhaupt kein eigenes Urtheil hat und sich durch das beeinflussen läßt, was die Sachkundigen sagen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Liegt nicht ein gewisser Widerspruch in diesen Ausführungen? Sie sagen, die Handelskammer würde von allen Kaufleuten gewählt, und damit wäre Fürsorge dafür getroffen, daß die Interessen des Publikums vertreten würden; andererseits sagen Sie: Industrielle hineinzunehmen, würde bedenklich sein, weil eine gewisse Sachkunde nöthig ist. Bei den Personen, die von den Mitgliedern der Handelskammer gewählt werden, besteht an sich zunächst auch keine Garantie, daß sie unbedingt sachkundig sind. Es würde vielleicht sogar eine größere Garantie hierfür bestehen, wenn — ich will einmal sagen — der Verein der Industriellen in Frankfurt, der ja wohl meines Wissens dort auch besteht, berechtigt wäre, zwei bis drei Mitglieder vorzuschlagen oder wenn ein staatliches Organ gewisse Mitglieder hineindelegirte.

Sachv. **Cohnstädt:** Das Vorhandensein von Industriellen und Großkaufleuten in der Handelskammer habe ich nur als etwas Thatsächliches erwähnt, nicht als ob ich darin für diese Frage ein Bedürfniß gesehen hätte. Also ich meinte es nicht im Sinne eines Bedürfnisses.

Ich wollte mir erlauben, noch einige allgemeine Gesichtspunkte außerhalb der Frage hier vorzubringen. Ich weiß nicht, ob ich das jetzt darf?

(Stellvertr. Vorsitzender: Gewiß!)

Nach meiner Auffassung ist der Zweck der Enquete, auch dessen was in allen Zeilen und zwischen den Zeilen des Fragebogens steht, doch wohl, das Publikum, das heißt die Sparkraft des Volkes gegen verwerfliche Ausbeutungen zu schützen.

Das dürfte meines Erachtens zwei große Schwierigkeiten bieten, die niemals ganz zu beseitigen sein werden. Beide Schwierigkeiten liegen im Publikum selbst, das geschützt werden soll. Das Publikum ist im großen Ganzen zu jeder Zeit spekulationslustig, und diese Spekulationslust wird zu Zeiten in's Uebermaß gesteigert. Ich erinnere daran, daß diese sogenannte Aufschwungsperiode, welche in ihrer häßlichen Kehrseite, in ihrer schlimmen Konsequenz wohl den äußeren Anstoß zu dieser Enquete gegeben hat, Jahre hindurch sich allmählich entwickelte. Ich führe sie zurück auf das Jahr 1886 in die Zeit, wo durch Konversionen, durch Kapitalskündigungen, durch den niedrigeren Ertrag unserer ersten guten Anlagewerthe das Publikum gedrängt wurde, nach hochverzinslichen Werthen zu suchen, und ich muß sagen, daß damals diese Ueberwucherung auf dem Emissionsgebiete, die dann sich

vollzogen hat, nicht ihre eigentliche Triebkraft in der Börse und in Bankkreisen gefunden hat, sondern im großen Publikum selbst. Der Andrang, die Nachfrage war so groß, daß die Preise sehr bedeutend gesteigert wurden und sich daraus ein Begehr nach neuen Papieren entwickelte, so daß die Banken und Bankiers, deren Geschäft ja das ist, natürlich veranlaßt wurden, nach solchen Emissionsgelegenheiten zu suchen und sie dem Publikum anzubieten.

Um ein Beispiel anzuführen, so will ich von den in letzter Zeit besonders viel erwähnten Portugiesen sprechen. Im Frühjahr 1886 sind eines Tages an der Frankfurter Börse 3 prozentige Portugiesen erschienen ohne offizielle Einführung. Das hat sich so gemacht: Zu jener Zeit hielten Bankiers, Makler, Zwischenhändler, auch schon Kapitalisten Portugiesen für kaufwürdig und hatten sich ganz namhafte Beträge an der Pariser und Londoner Börse allmählich im Laufe von Monaten beschafft, und da machte es sich denn, daß gelegentlich auch einmal an der Frankfurter Börse darin gehandelt wurde, und da fand in dem einen oder anderen von den Werthen sehr großer Umsatz statt. Die Notirung wurde abgeschlagen, sie ist erst später bewilligt worden, nachdem eine offizielle Prospektveröffentlichung stattgefunden hatte. Aber man riß sich, so zu sagen, um 3 prozentige Portugiesen zu Preisen, die heute erstaunlich erscheinen, und im September 1886 ist zum ersten Mal eine neue portugiesische Anleihe an den deutschen Markt gebracht worden, das war eine 5 prozentige zu 87¼. Der Andrang war damals so groß, daß trotz der sachlichen Kritik, die in der Presse geübt worden ist, in Frankfurt allein 180—200 Millionen verlangt wurden. Ein Jahr später, im Herbst 1887 konnte Portugal es schon wagen, eine Konversion von 6 Prozent zu 5 Prozent vorzunehmen, eine Konversion, die sachlich gar keine genügende Berechtigung hatte, und die wir auch damals bekämpft haben, und die 5 prozentige Anleihe anzubieten zu 95¼, also schon volle 8 Prozent höher, als ein Jahr vorher die 5 prozentige Anleihe begeben war. Wieder ein Jahr später, im September 1888, wurde schon die erste 5 prozentige Anleihe in eine 4½ prozentige konvertirt, und die 4½ prozentige wurde angeboten zu 95, also zu demselben Preis, zu dem man ein Jahr vorher in der Konversion 5 prozentige angeboten hatte und um 8 Prozent höher als man zwei Jahre vorher die 5 prozentige offerirte. Im Februar 1889 — das ist das, was ich eigentlich erwähnen wollte — wurde sogar schon die Konversion der 5 prozentigen Anleihe von 1886/87 vorgenommen, also derjenigen, die eben zwei Jahre vorher erst nach Deutschland gekommen war, und die 4½ prozentige konvertirte Anleihe wurde ausgegeben zu 97⅝. Natürlich mußte bei der Konversion den Inhabern der 5 prozentigen Anleihe die Pariauszahlung angeboten werden, und das geschah sogar zu 100⅜ in Folge einer kleinen Zinsberechnung, und da ist das Merkwürdige geschehen, daß von mehreren Seiten an uns aus dem Publikum heraus Proteste gekommen sind gegen das Recht Portugals, das Publikum zu nöthigen, daß es sein Geld zurücknimmt. Man hielt die Portugiesen für ein so kaufwürdiges Papier, daß man sagte: nein, das kann ich mir nicht gefallen lassen, daß man mir 100⅜ für meine 5 prozentigen Papiere aufdrängt. Genau in derselben Weise hat sich 1889/90 die Kauflust und die Agiotage auf dem Gebiete der Argentinier entwickelt.

Für alle diese Schäden scheint mir der wesentlichste Schutz des Publikums in dem eigenen Urtheil der Kapitalisten zu liegen, und weil das so ist, darum habe ich im Vorausgegangenen den Standpunkt vertreten, daß

man die weitestgehende Oeffentlichkeit für die Informationen verlangen soll, die zur Beurtheilung von neuen Papieren nöthig sind.

Das Zweite ist die Indolenz und Unkenntniß des Publikums, und da hilft nur eine scharfe, rücksichtslose Kritik der Presse. Das ist aber nicht so ganz leicht, wie es den Anschein hat. Man stellt ja an die Presse hinterher, wenn die Sache schief gegangen ist, sehr weitgehende Anforderungen. Es ist aber nöthig, die Kritik nicht erst dann zu üben, wenn die Sache zusammengebrochen ist, denn nachträgliche Rekriminationen haben ja überhaupt keinen Werth, sondern es kommt darauf an, rechtzeitig zu prüfen. Nun muß aber derjenige Journalist, der nach dieser Richtung in dem Sinne seine Schuldigkeit thun will, wie ich es für nöthig halte — und ich glaube, daß nach dieser Richtung die Presse dem Publikum sehr von Nutzen sein kann — vor allen Dingen natürlich selbst absolut reine Hände haben. Er muß ferner über ein hinreichendes Maß von Sachkenntniß und Erfahrung verfügen, um zwischen Spreu und Weizen unterscheiden zu können, denn es ist ebenso gefährlich, wenn er etwa immer verneinen wollte. Das ist ja leicht. Er darf aber das Gute nicht verurtheilen; er muß rechtzeitig im voraus herausfinden, was ist gut und was ist schlecht. Endlich gehört dazu ein gar nicht geringes Maß von Unerschrockenheit. Meine Herren, es handelt sich ja nicht immer darum, das Publikum nur gegen eine unzutreffende Beurtheilung von bona fide-Emissionen zu schützen, es kommen ja auch mala fide-Emissionen vor. Das Publikum wird auch nicht immer geschädigt nur durch neue Emissionen, durch neue Papiere; bei den schon vorhandenen Papieren sind die Schädigungen mitunter sehr viel weiter reichend. Ich will darauf nicht näher eingehen, ich streife nur diese Fragen, die ja oft und mehrfach in der Praxis sich als diskussionswerth und nothwendig erwiesen haben. Kann nicht auch das Mehrheitsrecht in Aktiengesellschaften zur Schädigung der Minorität ausgeübt werden? Kann nicht auch bei Fusionen eine Schädigung des Publikums stattfinden? Kann nicht auch bei sogenannten Sanirungen von sanirungsbedürftigen Unternehmungen sehr viel Schlimmes geschehen? Ja, bei allen diesen Sachen muß der Journalist, wenn er kritisch beurtheilen, scharf beurtheilen will, sich nicht scheuen, auch in ein Wespennest zu greifen; er darf auch nicht Halt machen vor Leuten, die gewohnt sind, im Schmutz zu waten, und denen es nicht darauf ankommt, mit Schmutz um sich zu werfen. Für diese schwierige Aufgabe sollte die Presse durch die öffentlichen Gewalten so viel wie möglich unterstützt werden.

Darum habe ich — ich wiederhole es — verlangt, daß stets möglichst weitgehende Informationen geboten werden, damit der Presse ihre Aufgabe erleichtert ist, und ich denke ferner auch an die Beleidigungsparagraphen des Strafgesetzes. Man sollte es eigentlich für ganz selbstverständlich erachten, daß die Fachpresse, wenn sie scharf kritisirt, dies ungestraft soll thun dürfen. Es handelt sich ja doch um Emissionen, es handelt sich um Verwaltungen von Aktiengesellschaften, es handelt sich um Dinge, die an die Oeffentlichkeit treten und für die Oeffentlichkeit bestimmt sind. Da sollte doch die öffentliche Besprechung absolut zulässig sein, sofern sie eben natürlich wahrheitsgemäß, bona fide geschieht und nicht geradezu formelle Injurien enthält. Das ist aber nicht ganz der Fall, und zwar liegt das nach meiner Meinung an der Art, wie Art. 193 des Strafgesetzbuches heute von den Gerichten aufgefaßt wird, dieser Paragraph, der allerdings die Kritik, die tadelnden Urtheile über gewerbliche Leistungen zuläßt, der auch Aeußerungen für straffrei erklärt, sofern sie zur

Wahrung berechtigter Interessen gemacht sind — straffrei immer unter der Voraussetzung, daß nicht etwa Beleidigung damit beabsichtigt ist oder die Form der Beleidigung aus den Umständen hervorgeht. Also es sind ja schon Kautelen geschaffen; allein soviel ich weiß, ist die Praxis der Gerichte, und ich glaube, bis zum Reichsgericht hinauf, bis jetzt die, daß man der Presse, auch der Fachpresse, für ihre Kritik nicht das Recht gestattet, berechtigte Interessen zu wahren, daß man die Kritik der Fachpresse nicht als die Wahrnehmung berechtigter Interessen betrachtet.

Nach meiner Auffassung würde es schon genügen, wenn der § 193 in dem Sinn gehandhabt würde, den ich voraussetze, daß man also der Fachpresse dieses Recht zugesteht. Wenn das nicht geschieht, würde ich sogar dafür sein, den § 193 in dem Sinn zu deklariren oder wenn nöthig ihn abzuändern. Ich glaube, es würde schon die Kommission sich ein Verdienst erwerben, wenn sie auch nur anregen wollte, daß der Paragraph in dem Sinne gehandhabt wird oder daß er eventuell abgeändert wird.

Ich habe mir auch einmal erlaubt, einen Vorschlag niederzuschreiben, wie das abgeändert werden könnte. Es soll das eben nur eine Anregung sein. Ich würde eventuell vorschlagen, hinter berechtigte Interessen hinzuzusetzen: „wozu auch die Beurtheilung öffentlicher Leistungen oder Unternehmungen zu rechnen ist," also gerade das, was ich vorhin aussprach: sobald es öffentlich ist und sich an die Oeffentlichkeit wendet, muß es sich auch die Oeffentlichkeit gefallen lassen, und diese Beurtheilung der Fachpresse soll dann die Wahrnehmung berechtigter Interessen sein. Weiter würde auch noch ein kleiner Zusatz gut sein. Es heißt in dem Paragraphen: „tadelnde Urtheile über gewerbliche Leistungen". Da würde ich gern sehen, wenn es hieße: „oder über geschäftliche Unternehmungen".

Auch dabei möchte ich mir noch die Bemerkung erlauben, daß das nicht eine oratio pro domo ist. Ich persönlich habe seit etwa 15 Jahren die Verantwortung für den Handelstheil der Frankfurter Zeitung. In dieser langen Zeit ist es mir oft vorgekommen, öfter als es mir lieb ist, daß ich recht garstige Dinge anzugreifen, aufzudecken hatte. Es ist mir auch vorgekommen, daß die Leute zurückgeschossen haben und in einer sehr unschönen Weise, und weiter, daß sie den Richter angerufen haben, daß ich mich auch vor Gericht zu verantworten hatte. Ich verhehle auch nicht, daß ich demnächst wieder einen Preßprozeß wegen angeblicher Beleidigung zu überstehen habe. In allen diesen Fällen ist es mir bisher — zur guten Stunde sei es gesagt — gelungen, freigesprochen zu werden, und ich hoffe, daß es auch in dem nächsten Falle wieder so sein wird. Wollten Sie aber daraus folgern, daß die Dinge doch ganz gut sein müssen, wenn eine Kritik geübt wird, wie sie die Frankfurter Zeitung immer geübt hat, und sie doch deshalb nicht bestraft wird, so würde ich das nicht als zutreffend erachten. Ich glaube, daß es nöthig ist, weiter zu gehen und der Presse nach dieser Richtung hin die Sicherheit zu geben, daß sie die berechtigten Interessen des Publikums rückhaltslos vertreten darf. Ich halte das für nöthig, einerseits, weil ich nicht sehe, daß überall diese Entschlossenheit besteht. Es giebt ja glücklicherweise eine ganze Reihe von Blättern in Deutschland, die scharf und rückhaltlos kritisiren, allein wieder andere lassen sich zurückhalten und wohl manche durch diese Befürchtung vor dem Beleidigungsverfahren. Ich glaube, daß diese Furcht gar nicht unrichtig ist. Bedenken Sie, was das heißt: der angeblich Beleidigte ruft den Redakteur vor Gericht; der Redakteur muß Leuten, mit denen er sich vielleicht sonst gar nicht abgeben würde,

vor Gericht Rede unb Antwort stehen. Er muß die Sache studiren und muß aktenmäßige Beweise für das vordringen, was vielleicht erst einmal in der Zukunft zu befürchten ist. Er muß genügende Anhaltspunkte finden, damit die Richter ihn freisprechen können, und in bestem Falle erreicht er eben die Freisprechung, aber mit welchem Aufwande von Arbeit, von Zeit, von Nervenkraft, von Aufregung! Kann man es da Jemanbem verdenken, daß er lieber diesen Anlässen aus dem Wege geht? Dann aber steht er vor einem sehr bedenklichem Dilemma. Entweder spricht er sich so deutlich aus, daß alle Welt ihn versteht, also seine Kritik muß sehr scharf sein. Es genügt ja nicht, wenn er etwa nur andeuten wollte, wenn er vorsichtige Redewendungen gebraucht, damit er außerhalb der Gefahr einer formalen Injurie ist, denn wenn er das thut, dann wird der sachkundige Leser und der aufmerksame Leser allerdings nicht auf diese Emission hineinfallen, allein er will ja gerade das große Publikum schützen, das nicht sachkundig und aufmerksam genug ist, um das gründlich zu lesen und die Folgerungen zu ziehen. Will er aber, wenn ich so sagen darf, Fraktur schreiben, also auch der großen Menge, die doch im wesentlichen, in der Hauptsache, ein bischen begriffsstutzig ist, vollkommen klar machen, was er fürchtet, ja dann wandelt er eben immer auf der Scheidegrenze, wo er Gefahr läuft, daß wenn er vor den Richter gerufen wirb, die Auffassung des Richters dahin geht: es ist doch vielleicht ein klein wenig über das Maß hinausgegangen, ich muß Dich wegen formaler Injurie bestrafen. Die Folge ist nicht nur, daß er bestraft ist, sonbern daß derjenige, der kritisirt worden ist, nachher immer sagen kann: dieser Redakteur, dieses Blatt ist bestraft worden. Es braucht nur zu einer kleinen Geldsumme geschehen sein, das setzt er nicht hinzu, auch nicht unter welchen Umständen und unter welchen Erwägungen. Das hängt dem Manne an. Er kann ja nicht immer bie ganze Sache vor dem Publikum und dem Richter aufrollen: ja, ich bin bestraft worden; die Kritik war berechtigt, aber ich bin formell ein klein wenig zu weit gegangen. Also er läuft immer Gefahren, die außerordentlich unangenehm sind, so lange nicht festgestellt ist, daß unter der Wahrung berechtigter Interessen auch die im Kern sachgemäße, gewissenhafte und wahrheitsgemäße Kritik zu verstehen ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich wollte mir die Frage an den Herrn Sachverständigen gestatten, ob die Herren in der Presse im Allgemeinen den Anforderungen genügen, die der Herr Sachverständige als nöthig bezeichnet hat, um diese allgemeinen Interessen zu vertreten. Sie sagten, erstens müßten sie reine Hände haben, zweitens die nöthige Sachkunde und drittens die nöthige Unerschrockenheit. Ich wollte fragen, ob Sie der Ansicht sind, daß im Allgemeinen bei den Redakteuren der Fachzeitungen und derjenigen politischen Zeitungen, die sich mit diesen Besprechungen abgeben, diese drei Voraussetzungen zutreffen; — ein weitergehender Schutz würde sich ja dann gewiß eher rechtfertigen lassen, wenn man der Ansicht ist, baß die große Mehrzahl der Redakteure diesen von Ihnen selbst aufgestellten Forderungen entspricht.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich bin nicht in der Lage, diese Frage so ganz bestimmt und für jeben einzelnen Punkt zu beantworten. Ich kann unmöglich wissen, ob alle diese Voraussetzungen für alle Redakteure einer Fachzeitung oder einer Zeitung, die sich mit solchen Kritiken befaßt, zutreffen. Soweit es aber nicht der Fall ist, ergiebt sich ja die Beantwortung eigentlich von selbst. Setzen Sie den Fall, daß Jemand nicht diesen Muth hat, in solcher Weise aufzutreten. Nun, dann schweigt er eben. Setzen

Sie den Fall, daß er nicht mit Sachkenntniß urtheilt, dann wird sein Urtheil im Publikum keinen Eindruck machen. Setzen Sie den Fall, daß er nicht reine Hände hat, so wird derjenige, den er angegriffen hat, wohl suchen, den Beweis dafür beizubringen und dadurch eben zu zeigen, daß das nicht eine sachliche, objektive Kritik gewesen ist.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wenn man die Rechte der Presse in dieser Weise erweitert, so wird auch damit ihr Einfluß ganz wesentlich gestärkt, und wenn nun eine größere Anzahl von Mitarbeitern der Presse diesen Erfordernissen nicht genügt, wenn also die Hände bei vielen nicht rein sind, so würde man dadurch diesen Leuten natürlich noch viel mehr Mittel in die Hand geben, sich unerlaubten Gewinn zu verschaffen, als bei der Aufrechterhaltung der gegenwärtigen Bestimmungen. Ist das nicht für Sie auch ein Bedenken?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich setze nicht voraus, daß bei so vielen Zeitungen, wie ausgesprochen wurde, die Redakteure nicht reine Hände haben. Es mag ja hier und da vorkommen, aber ich denke, daß es besonders bei einflußreichen Blättern überhaupt nicht vorkommt, wenigstens nicht auf die Dauer. Einfluß aufs große Publikum gewinnt man eben nur, wenn man immer objektiv urtheilt, wenn man mit Sachkenntniß urtheilt, und wenn diese Voraussetzungen nicht alle zutreffen, dann ist das eben ein Blatt, das erscheinen mag und in einer großen Anzahl von Exemplaren verbreitet sein mag, das aber im großen Publikum diesen Einfluß nicht hat.

Freiherr **von Huene:** Meine Frage bewegt sich in ähnlicher Richtung, wie die des Herrn Geheimrath Gamp. Der Herr Sachverständige hat dargestellt, wie es gerade die Schuld des großen Publikums sei, daß solche Spekulationen so verderblich wirken könnten. Nun ist das große Publikum doch gar nicht in der Lage, von sich heraus die Dinge kennen zu lernen, sondern sie treten an das Publikum heran durch die Presse, durch das, was in der Presse von den Emissionshäusern publizirt wird und durch die Besprechungen der Presse. Dadurch wird die Spekulationslust des Publikums auf bestimmte Werthe gerichtet, und da möchte ich fragen, ob der Herr Sachverständige nicht die Beobachtung gemacht hat, daß in diesen Zeiten die Presse dadurch gesündigt hat, nicht nur, daß sie nicht den Muth hatte, zu tadeln, sondern daß sie im Gegentheil sich in den Dienst solcher Unternehmungen gestellt und mit dazu beigetragen hat, beim Publikum falsche Voraussetzungen über die Emissionen und dergleichen zu verbreiten?

Sachv. **Cohnstädt:** Es scheint mir, daß Informationen dem Publikum nicht blos durch die Besprechungen der Zeitungen gegeben werden und gegeben werden sollten, sondern in erster Linie durch die verantwortlichen Veröffentlichungen, die ich für alle Fälle zur Vorbedingung und Voraussetzung mache. Ob es vorgekommen ist, daß die Presse gesündigt hat, daß sie betheiligt ist an den Sünden, die in wirthschaftlicher Hinsicht in den Zeiten der Ueberspekulation vorgekommen sind, das ist eine Frage, die man bejahen und verneinen kann; bejahen kann in dem Sinne, daß in solchen Perioden dieses Ueberschwanges, der übermäßigen Spekulation eben doch, wenn ich so sagen darf, epidemisch die ganze Atmosphäre von einer Auffassung erfüllt ist, die nicht mehr vorhanden ist, wenn nachher der Zusammenbruch eintritt. Wenn also, um auf 1886, 1887, 1888 zurückzugreifen, zu jener Zeit alle Welt der Meinung war: ja, bei diesem niedrigen Geldwerthe, bei dieser niedrigen

Rentabilität der deutschen Anlagepapiere, der besten Anlagepapiere, habe ich ja an dieser viel höheren Verzinsung des anderen Papiers eine größere Risikoprämie, da darf ich es wohl wagen, einen gewissen Theil meines Vermögens auch darin anzulegen, und wenn diese Auffassung immer mehr gesteigert wird in der Erhitzung, die dann eintritt, so wird es allerdings für die Presse auch schwer, wenn nicht unmöglich sein, da sie eben doch wieder von Menschen geführt wird, sich ganz diesen Einflüssen zu entziehen. Die gewissenhafte, die urtheilsfähige Presse wird wohl auch dann finden, daß das weit geht und vielleicht schon zu weit geht. Auch dann wird sie sich wieder hüten müssen, da ganz auf dem Standpunkt sich zu stellen, lediglich zu verneinen, wenn sie sieht, daß die Entwickelung in einer Richtung geht, die zum Uebermaß und zu Uebertreibungen führt, dann schon von vornherein zu sagen: ich warne vor jeder Betheiligung, ich lasse mich auf eine sachliche Beurtheilung gar nicht mehr ein, sondern ich sage von vornherein, bleibt Allem fern. — Würde die Presse das thun, so würde sie nicht den mindesten Einfluß ausüben, sie würde nicht den mindesten Nutzen bringen, sie würde gar nicht gehört werden. In diesen Zeiten, von denen ich spreche, urtheilt und handelt das Publikum eben anders, als es in den kühler urtheilenden Zeiten sich benimmt. Ich habe selbst solche Emissionen gesehen, wo der Emittent es für vollständig ausreichend gehalten hat, wenn ihm das Papier zu 135 abgenommen wurde, wo er also zu 135 die Einführung ankündigte. Es ging aber nicht. Der Andrang war so stürmisch, daß der erste Kurs gleich 145, 150 werden mußte. Also da kann man, wenn man objektiv sein soll, den Emittenten doch nicht dafür verantwortlich machen, daß das Publikum 150 gegeben hat. Er wollte zu 135 verkaufen. Und man kann ja auch in solchen Zeiten die Presse nicht dafür verantwortlich machen, daß sie nicht voraussieht, wie bald der Rückschlag kommen wird. Würde sie schon zu Beginn einer solchen Entwickelung alles verneinen wollen, so würde sie scheinbar und für den Anfang so bald und so glänzend Lügen gestraft werden — denn eine solche Bewegung dauert oft Jahre —, daß das Publikum sagen würde: ja, das ist ein Blatt, das kein Urtheil hat. Ich halte es deshalb für viel richtiger, wenn die Presse zwar diese Gesichtspunkte, sobald sie sich ergeben — man kann ja nicht verlangen, daß jeder Mensch Prophet auf Jahre hinaus ist — sobald sie wahrnimmt, daß die Bewegung eine zu weitgehende ist, diese Bedenken ausspricht, aber sich dadurch nicht abhalten läßt, die Sache auch sachlich im Einzelnen zu beurtheilen, damit derjenige, der trotz dieser allgemeinen Wahrnehmung sich betheiligen will, eben auch nach diese weiteren Gesichtspunkte zur Prüfung bekommt.

Freiherr **von Huene:** Wir werden ja bei einem anderen Punkte, bei der Reklame und auch bei der Verleitung, darauf nach zurückkommen. Sonst wollte ich jetzt schon den Herrn Sachverständigen fragen, ob ihm nicht von Seiten der Leute, die nachher zu ihm gekommen sind und geklagt haben, auch entgegengetreten ist, daß sie sich darüber beschwert haben, daß Bankhäuser und Agenten von Bankhäusern sie zu solchen Geschäften verleitet, sie durch falsche, übertriebene Vorspiegelungen, die sich nachher nicht bewahrheitet haben, in solche Geschäfte hineingedrängt haben?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, solche Fälle sind ja vorgekommen. Diese Fälle sind ja auch zur Kenntniß der Gerichte gelangt und haben bisweilen dahin geführt, daß das Geschäft rückgängig gemacht worden ist.

Graf **von Kanitz:** Von besonderem Interesse für mich waren die Ausführungen des Herrn Cahnstädt über den § 193 des Strafgesetzbuches. Ich war vor 22 Jahren Mitglied des Reichstages, als dieser Paragraph gemacht wurde, und die Ausführungen des Herrn Cohnstädt erinnern mich lebhaft an die Rede, welche damals der Abgeordnete Lasker hielt, und worin der Abgeordnete Lasker speziell auch den Gesichtspunkt vertrat, daß man der Presse ein möglichst ausgiebiges Feld lassen müsse zur Kritik von geschäftlichen Unternehmungen, um dadurch das Publikum vor Schaden zu bewahren. Die Ausführungen des Herrn Cohnstädt erinnern mich so lebhaft an Lasker's Rede, daß ich fast glauben möchte, er hat diese Rede erst vor Kurzem gelesen.

(Sachv. Cohnstädt: Leider nicht!)

Das ist nicht der Fall? Nun, dann haben Sie vielleicht die Freundlichkeit, einmal die stenographischen Berichte einzusehen. Sie werden finden, daß Ihre Gedanken sich vollkommen mit den damaligen Ausführungen des Abgeordneten Lasker decken.

Weniger kann ich mich mit Herrn Cohnstädt einverstanden erklären in Bezug auf seine Bemerkungen über die jetzige Praxis der Gerichte und die jetzige Handhabung des § 193. Es ist ja richtig, und es mag in einzelnen Fällen vorgekommen sein, daß Aeußerungen der Presse über geschäftliche Unternehmungen vom Richter schärfer beurtheilt worden sind, als es die Absicht des § 193 war und ist. Dem steht aber doch auch gegenüber, daß der Presse bei uns in Preußen wenigstens eine sehr freie Thätigkeit auch von den Gerichten und vom Staatsanwalt zugestanden ist. Zufällig habe ich hier in der Hand einen Artikel eines nicht unbedeutenden Berliner Blattes, der Bank- und Handelszeitung, über die neuste rumänische Anleihe. Ich werde mir erlauben, einen Satz daraus vorzulesen und dann den Herrn Sachverständigen Cohnstädt fragen, ob nicht, wenn ein solcher Artikel hier straflos gelassen wird, unserer Presse doch auch eine sehr freie Bewegung gesichert ist.

Es heißt in diesem Artikel:

> „Nicht alles was bis jetzt der Staatsanwalt als straflos durchgehen lassen muß, ist eines ersten Bankhauses würdig, und gerade die Diskontogesellschaft, welche dem deutschen Nationalvermögen nach Millionen zählende Verluste in fahrlässiger Weise beigebracht hat, als sie die argentinische Anleihe in Deutschland zuerst einbürgern half, sollte es sich doppelt überlegen, jetzt einem wenig creditwürdigen, bis über die Ohren verschuldeten, deutschfeindlich gesinnten und die deutsche Industrie bei dem Wettbewerb ausschließenden Staate als Auswanderungsagentur zu dienen und flüssiges deutsches Kapital auf Nimmerwiedersehen auszuliefern."

Meine Herren, ich glaube, daß dieser Artikel an scharfer Sprache eigentlich nichts zu wünschen übrig läßt. Der Diskontogesellschaft wird Fahrlässigkeit vorgeworfen. Es wird ihr die Sünde vorgehalten, daß sie dem deutschen Publikum bereits kolossale Verluste zugefügt hat. Ich glaube, in einer energischeren Weise kann man das Publikum gar nicht vor einer Zeichnung auf diese Anleihe warnen, und wenn ein solcher Artikel straffrei ausgeht, so, glaube ich, wird sich die deutsche Presse nicht über eine allzuscharfe Praxis der Gerichte zu beklagen haben.

Nun hat der Herr Sachverständige Cohnstädt noch speziell die portugiesische Anleihe erwähnt. Von Interesse

war mir zunächst, daß er die Summe von 180—200 Millionen nannte, welche im Jahre 1889 allein an der Frankfurter Börse gezeichnet worden ist.

(Sachv. **Cohnstädt**: Am Frankfurter Platze, das ist nicht von Frankfurt allein!)

Am Frankfurter Platze?

(Geheimer Kommerzienrath **Frentzel**: An den Frankfurter Zeichnungsstellen!

Sachv. **Cohnstädt**: An Frankfurter Zeichnungsstellen!)

Außerdem hat es aber wohl noch verschiedene andere Zeichnungsstellen in Deutschland gegeben. Ich weiß nicht, ob damals schon die Darmstädter Bank dasjenige Bankhaus war, welches die Portugiesen einführte.

(Sachv. **Cohnstädt**: Das war 1886!)

Aber es werden verschiedene Zeichnungsstellen damals vorhanden gewesen sein.

(Sachv. **Cohnstädt**: Ja!)

Als ich einmal vor kurzem, auch auf Grund einer, wie ich glaubte, zuverlässigen Information, die Bemerkung hinwarf, daß das deutsche Publikum an argentinischen und portugiesischen Werthen in neuerer Zeit die Summe von 260 Millionen Mark verloren habe, wurde das als übertrieben bezeichnet. Es mag ja sehr schwer sein, irgend welche zuverlässige Berechnung darüber aufzustellen. Wenn aber Herr Cohnstädt sagt, daß allein auf die portugiesische Anleihe und allein am Frankfurter Platze circa 200 Millionen gezeichnet worden sind, und wenn wir den bedeutenden Kurssturz der portugiesischen Papiere seitdem uns vergegenwärtigen, so, glaube ich, wird meine damalige Angabe doch nicht zu hoch gegriffen gewesen sein.

Nun sagt der Herr Sachverständige ferner: es seien damals, als das Publikum angelockt wurde, oder vielmehr als das Publikum sich gedrängt fühlte, auf portugiesische Anleihe zu zeichnen, auch ausführliche Prospekte veröffentlicht worden. Es fragt sich nur, ob in den Prospekten alles dasjenige gestanden hat, was zur Belehrung des Publikums in diesem Falle dienen mußte, denn das ist eben in meinen Augen ein sehr wichtiger Punkt, daß diese Prospekte in der Regel sehr wenig greifbares Material enthalten. Wenn man hier eine Besserung herbeiführen will, so dürfte vorzugsweise darauf zu halten sein, daß bei der Emission ausländischer Anleihen ganz bestimmte Fragen beantwortet werden.

Gerade die portugiesische Anleihe hat mich auch darauf geführt, einmal die Finanzen des portugisischen Staates etwas näher zu studiren und die Budgets aus den Jahren 1886, 87, 88 u. s. w. zu prüfen. Hätten die damaligen Prospekte nur einen Theil der Ziffern gebracht, welche ich Ihnen jetzt vorhalten will, so würden nach meiner Ueberzeugung ganz gewiß nicht 180—200 Millionen am Frankfurter Platz gezeichnet worden sein. Es ist sehr eigenthümlich, daß die portugiesische Regierung — ich kann ja das unter uns offen aussprechen — damals bemüht war, ihre Staatsfinanzen in einem möglichst glänzenden Lichte erscheinen zu lassen. Obwohl das Budget von 1887/88 bei einer Gesammtausgabe von 44 Millionen Milreis 18½ Millionen, also 42 Prozent auf die Verzinsung der auswärtigen Schuld verwandte, wurde in diesem Budget trotzdem noch ein Ueberschuß von 4 295 000 Milreis, also etwa 10 Millionen Mark, herausgerechnet.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy**: Darf ich einmal eine Frage stellen: ist das das Ordinarium ohne das Extraordinarium oder ist beides zusammengerechnet?

Graf **von Kanitz:** Wenn Sie gestatten, will ich Ihnen das Material nachher geben. Das Ordinarium und Extraordinarium ist summirt.

Bei der Staatsschuld wird unterschieden zwischen der neueren Schuld, welche am 1. Juli 1890 573 293 000 Milreis betrug und der älteren Schuld von 2 377 000, das macht zusammen 575 670 000, das sind, 1 Milreis = 4,45 Mark gerechnet, 2 561 000 000 Mark, macht pro Kopf der Einwohner von Portugal eine Verschuldung von 596 Mark, nach meiner Ueberzeugung die stärkste Verschuldung, mit welcher irgend ein europäischer Staat zu rechnen hat. — Nicht einmal England hat eine so hohe Schuld pro Kopf der Bevölkerung.

Nun möchte ich Herrn Cohnstädt fragen, ob nicht nach seiner Ueberzeugung, wenn derartige Ziffern damals im Prospekt gestanden hätten, doch vielleicht das Publikum sich die Sache erst überlegt hätte, ehe es auf die portugiesische Anleihe zeichnete?

Herr Cohnstädt sagte, die Hauptaufgabe aller Mitarbeiter der Presse sei: es müssen durchaus vorwurfsfreie, integre Persönlichkeiten in jeder Richtung sein. Ja, Herr Cohnstädt, diesen Wunsch theile ich in vollem Maße, aber neulich sagte einer von den Sachverständigen hier, nicht jeder Bankier ist ein Engel. Ich glaube, man wird mit demselben Rechte sagen können: nicht jeder Journalist ist ein Engel. Also wir werden doch immer mit einer sehr großen Zahl von Journalisten zu rechnen haben, die vielleicht nicht sämmtlich ganz reine Finger haben, die sich doch von gewissen Interessen leiten lassen, wenn sie ihre Artikel zur Empfehlung ausländischer Anleihen schreiben.

Ich glaube also, daß ein genereller Appell an die Presse, es möchten nur objektive, vorurtheilsfreie Schilderungen der ausländischen Zustände in die Presse gelangen, wenn es sich um ausländische Anleihen handelt, keinen so großen Erfolg haben würde, und ich möchte fragen, ob es sich nicht vielleicht empfehlen dürfte, etwas greifbarere Vorschläge zu machen, bei jedem Prospekt, welcher eine ausländische Anleihe empfiehlt, darauf zu halten, daß die Finanzlage des Staates mit einigen kurzen Ziffern erörtert wird, damit jedermann weiß, die und die Sicherheit wird in dem Papier geboten, das und das Risiko gehen wir ein. Das würde nach meiner unvorgreiflichen Ansicht vielleicht mehr nützen als eine vorurtheilsfreie Bearbeitung des Stoffes in der Presse und ein Appell an den Richterstand, daß man die Kritik derartiger ausländischer Anleihen straffrei läßt.

Also ich möchte speziell an den Herrn Sachverständigen die Frage richten, ob er es nicht für zweckmäßig hielte, wenn in die Prospekte ausländischer Anleihen positive Zahlen aufgenommen werden müßten, welche über die Finanzlage der betreffenden Staaten eine möglichst ausführliche Auskunft geben.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte zunächst bemerken, daß meines Erachtens Herr Graf Kanitz den Herrn Sachverständigen bezüglich der Zeichnung der Portugiesen in Frankfurt wohl mißverstanden hat. Der Herr Sachverständige führte an, daß eine große Ueberzeichnung stattgefunden hätte, ein Herandrängen des Publikums, so daß augenscheinlich eine ganz erhebliche Reduktion der Geschäfte stattgefunden hat und man aus der Zeichnung der 180—200 Millionen nicht schließen kann, daß diese 200 Millionen in der That auch in die Hände des Publikums gekommen sind.

Graf **von Kanitz:** Es kommt darauf an, wie viel Prozent nachher davon vertheilt worden sind.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Dann wollte ich noch darauf hinweisen, daß eigentlich nach den leitenden Gesichtspunkten den Wünschen des Herrn Grafen Kanitz im allgemeinen Rechnung getragen wird. Denn es steht da ausdrücklich bei den Anleihen ausländischer Staaten unter Nr. 3:

> „Mittheilung einer Uebersicht des letzten Budgets des die Schuld kontrahirenden Gemeinwesens, und zwar sowohl des ordentlichen als des außerordentlichen Budgets, auch Mittheilung des Schuldenstandes."

Allerdings heißt es weiter:

> „Von diesem Erfordernisse kann abgesehen werden bei solchen Staaten, Körperschaften oder Instituten, deren Finanzverhältnisse als allgemein bekannt gelten."

(Zum Sachverständigen): Ihr Wunsch ist also anscheinend vorzugsweise darauf gerichtet, diese Latitüde einzuschränken?

Sachv. **Cohnstädt:** Wie ich es auch vorgeschlagen habe.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Das ist auch von verschiedenen anderen Sachverständigen schon erklärt worden.

Graf **von Kanitz:** Es ist doch ein Unterschied zu ziehen zwischen solchen Staaten, deren Finanzverhältnisse allgemein bekannt sind und anderen Staaten, bei denen die Finanzverhältnisse weniger bekannt sind. Wenn also z. B. der neueste Prospekt über die rumänische Anleihe nichts enthält, was über die Finanzverhältnisse Rumäniens irgend welche Auskunft giebt, so würde nach diesem eben verlesenen Passus der Börsenordnung anzunehmen sein, daß die rumänischen Verhältnisse klar vor jedermanns Augen liegen. Ja, ich möchte einmal fragen, ob sie denn wirklich dem deutschen Publikum so bekannt sind?

Stellvertr. **Vorsitzender** (einfallend): Die Anregung, den von mir zuletzt erwähnten Zusatz zu streichen ist ja schon wiederholt gegeben, und der Herr Sachverständige hat sich selbst dafür ausgesprochen. Ich glaube also, daß sich damit dieser Punkt erledigt.

Graf **von Kanitz:** Bei Portugal ist es auch nicht geschehen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Der Herr Sachverständige hatte selbst befürwortet, diese Bestimmung, daß von der Mittheilung des Budgets 2c. abgesehen werden kann, zu streichen.

Sachv. **Cohnstädt:** Zu diesem Punkte bin ich ganz der Meinung des Herrn Grafen Kanitz, daß immer ausreichende Informationen gegeben werden sollen.

Um auf die Rede des Herrn Grafen im einzelnen zurückzukommen, bemerke ich, daß diese Kritik der rumänischen Emission in der Bank- und Handelszeitung in der That ja sehr scharf gehalten ist. Das ist nicht überraschend für mich. Auch die Frankfurter Zeitung hat nicht auf dem Standpunkt des tout comprendre tout pardonner gestanden, im Gegentheil, wir haben den Emitenten der portugiesischen wie der argentinischen Anleihen mit großer Offenheit und mit Nachdruck gesagt, wie sehr wir diese Geschäfte mißbilligen, wie wir ja auch schon gegen die Emissionen manches einzuwenden hatten, als sie stattfanden.

Ob wirklich bei portugiesischen und argentinischen Werthen in Deutschland 260 Millionen verloren worden sind, das ist eine Frage, die ich aus dem Stegreif zu beantworten außer Stande bin. Ich habe keinerlei Unter-

suchungen vor Augen, und es würde sich auch nur um Schätzungen handeln können. Sehr richtig hat der Herr Vorsitzende bemerkt, daß ich doch nur von der Anmeldung zur Zeichnung gesprochen hatte, auf die ja nur ein Theil zugetheilt ist, und weiter bleibt ja die Frage ganz offen: Wie viel ist denn von diesen Portugiesen, die 1886 gezeichnet wurden, bis zum Kursrückgange in Deutschland geblieben. Der Besitz, den Deutschland im Augenblick der Subskription genommen hat, kann sich in der Zwischenzeit sehr erheblich vermindert haben, er kann sich auch durch Zukauf von dem, was das Ausland genommen hat, vermehrt haben. Bei Argentiniern habe ich einmal die Frage untersucht und erörtert, auch viel herum gehört, meine eigenen Beobachtungen gemacht, und alle Wahrnehmungen liefen übereinstimmend darauf hinaus, daß von den ursprünglich gezeichneten argentinischen Werthen sehr viel ins Ausland geflossen ist, namentlich nach Belgien. Diese Anleihen sind damals in Belgien mit größerem Enthusiasmus aufgenommen worden, als bei uns, und die Belgier haben länger an ihrem Enthusiasmus festgehalten als wir, und es sind mit Gewinn große Posten von den Argentiniern, die eigentlich für Deutschland bestimmt waren, abgestoßen worden, wie die erste, die Buenos-Ayres-Anleihe, die auf den Markt gekommen ist.

Was den portugiesischen Prospekt anlangt, so bedaure ich, daß ich ihn nur nicht mitgebracht habe. Soviel ich mich aber entsinne, haben auch in dem ersten portugiesischen Prospekt derartige sachliche Auskünfte gestanden; sie müssen ja darin gestanden haben, sonst würde die Notiz nicht bewilligt worden sein.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Die leitenden Gesichtspunkte sind erst später festgesetzt.

Sachv. **Cohnstädt:** So? Dann ist es etwas anderes.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Die leitenden Gesichtspunkte haben jetzt ein Alter von 4 Jahren.

Sachv. **Cohnstädt:** Dann würden sie später festgesetzt sein.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will aber dazu bemerken, daß es nur die Niederschrift einer bereits bestehenden Praxis gewesen ist, nicht daß diese Gesichtspunkte nicht schon früher bestanden, sondern sie sind nur damals gesammelt.

Sachv **Cohnstädt:** Daß in den späteren portugiesischen Prospekten die Auskunft gestanden hat, wie Herr Graf Kanitz sie wünscht, weiß ich positiv. Ich kann nur leider nicht feststellen, ob sie in dem 86er Prospekt gestanden haben, aber ich nehme an, daß sie auch damals schon darin gestanden haben; denn das eine weiß ich ganz sicher, daß die Frankfurter Zeitung damals in einem sehr langen Artikel, der auf sehr gründlichen Untersuchungen beruhte, eine Fülle von sachlichen Informationen gegeben hat, die wir uns damals natürlich nicht aus den Fingern gesogen haben und auch nicht in einem solchen Falle aus unserem Archiv nehmen konnten, da wir ja früher für Portugal kein solches Interesse hatten, die uns also entweder durch den Prospekt oder durch das Emissionshaus geliefert worden sind und das weiß ich ebenfalls ganz sicher — denn wenn man den Prospekt nicht hatte, konnte man sich das aus dem Gothaer Almanach oder anderen Quellen verschaffen — daß damals schon von uns ganz bestimmt darauf hingewiesen wurde, daß ein sehr hoher Prozentsatz — also ich weiß nicht, ob es einige 40 Prozent waren, später waren es noch mehr als 40 Prozent — von den regelmäßigen Staatsausgaben Portugals für die Verzinsung der Schuld erforderlich ist, und ich kann bestimmt

die Ueberzeugung aussprechen, daß auch diejenigen, die das damals nicht gewußt haben, wenn sie überhaupt geneigt waren, zu zeichnen, sich durch die Erwägung nicht haben abschrecken lassen, aus dem einfachen Grunde, den ich schon erwähnte, weil damals diese Sachen ja 6 Prozent Zinsen gebracht haben zu einer Zeit, wo man mit deutschen Anleihen höchstens $3\frac{1}{2}$ Prozent erzielen konnte, und daß sich die Leute gesagt haben, für $2\frac{1}{2}$ Prozent mehr gehe ich auch das Risiko ein; denn der Werth ist ja doch immer ein relativer. Jeder von Ihnen wird, wenn er geschäftliche Thätigkeit ausübt, und auch wenn er nicht Geschäftsmann ist, sich immer fragen: Ist der Preis angemessen dem Risiko, das ich eingehe. Man kann doch nicht sagen, daß ein Haus, das baufällig ist oder das vielleicht baufällig werden kann, dadurch absolut werthlos ist. Nein, es hat nur einen viel geringeren Werth, aber einen gewissen Werth darf man doch immer dafür zahlen.

Stellvertr. **Vorsitzender** (einfallend): Ich glaube, diese früheren Verhältnisse haben wohl kein erhebliches Interesse mehr.

Sachv. **Cohnstädt:** Was nun die Publizistik betrifft, so bin ich weit entfernt, zu bestreiten, was Herr Graf Kanitz behauptet, daß nicht jeder Journalist ein Engel ist. Es giebt wohl keinen Beruf, in dem das nicht vorliegt. Nicht wahr? Das geht doch nicht anders. Allein das ist nicht entscheidend für das, was ich vorzuschlagen und anzuregen mir erlaubte.

Die Presse hat, wie ich sie auffasse, die Verpflichtung, sachlich zu kritisiren. Aber selbst wenn sie dieses Recht in gewissen Grenzen gebraucht, wird sie leicht vor dem Richter belangt werden können. Auch wenn der § 193 so aufgefaßt und angesehen werden soll, wie ich dies anrege, und wie es zu meiner Freude nach der Feststellung des Herrn Grafen Kanitz schon vor 20 Jahren angeregt wurde, auch dann würde ja die Kritik keine straflose sein, wenn sie zu weit geht. Es wird ja auch nach dem § 193 dem Richter heute vollständig vorbehalten, zu erwägen, ob nicht nach dem Inhalt des Artikels und nach den Umständen etwa die Absicht einer Beleidigung vorliegt. Die ist ja auch nach § 193 nicht straflos, auch bei Wahrung berechtigter Interessen. Allein ich fürchte, daß eine weitere Auseinandersetzung darüber zu weit führen würde.

Um dabei auf den Ausgangspunkt des Herrn Grafen Kanitz zurückzugreifen — ja, meine Herren, wenn dieser Artikel in der Bank- und Handelszeitung, der sich so scharf ausspricht, Dinge enthält, die als Injurie, als formale Beleidigungen aufgefaßt werden können, so wage ich nicht zu beurtheilen, wie der Richter sich darüber aussprechen, und welche Entscheidung er treffen würde. Es kommt ja darauf an, ob die Diskontogesellschaft sich veranlaßt sehen würde, wegen dieses Artikels Klage zu erheben. Sie wird vielleicht aus dem einen oder anderen Grunde darauf verzichten. Dann bleibt es eben eine offene Frage, ob der Richter eventuell, wenn die Klage angestrengt werden sollte, ihr stattgeben würde. Bei bona fide-Emissionen fürchte ich vom Standpunkt des § 193 nichts für meine Kritik. Der bona fide-Emittent, dem auch nicht mala fides vorgeworfen wird, wird sich wohl in der Regel eine sachlich scharfe Kritik gefallen lassen. Aber gerade bei dem mala fide-Vorgehen habe ich gefunden, daß die Leute zum Richter laufen, um den Redakteur etwas anzuhängen, um ihn zu ermüden. Ich habe einen derartigen Prozeß gehabt, der ganze zwei Jahre lang durch den Kläger hingeschleppt wurde. Der hat immer wieder Vertagung beantragt. Es war ein sehr

großes Material, das ich durchzustudiren hatte und ebenso der Vertheidiger und der Gerichtshof. Das haben wir immer wieder durcharbeiten müssen, weil im letzten Augenblick der Kläger kam und sagte: Ja, es muß verschoben werden, und es ist verschoben worden. Auch die Gefahr ist nicht zu unterschätzen, wenn man verurtheilt wird. Denn bedenken Sie wohl, anders sieht die Sache aus, wenn der Zusammenbruch einmal stattgefunden hat, und wenn er noch nicht stattgefunden hat. Hat er erst stattgefunden, ja dann ist die Kritik sehr leicht, dann wächst sie wild. Aber gerade vorher, wenn die Gefahr der Schädigung des Publikums noch vorliegt, dann muß die Kritik einsetzen, und dann ist sie gefährlich.

Wenn ich vorher sagte: Ich bin bisher noch niemals verurtheilt worden, so ist das insofern nicht genau: Ich bin allerdings einmal in erster Instanz verurtheilt worden, es ist aber nicht rechtskräftig geworden.

(Graf von Kanitz: Das ist gar kein Vorwurf!)

— Ich spreche nicht davon, daß man mir das zum Vorwurf rechnen müßte. Es handelte sich um zwei notorische Betrüger, Johannes Holländer und Max Löwenstein. Diese Leute waren in einem Artikel, den ich nicht geschrieben und auch zufällig nicht gesehen hatte, kritisirt worden mit der gewohnten Schärfe, aber doch unter Anwendung eines Wortes, von welchem der Richter in erster Instanz den Eindruck hatte, daß es ein klein wenig über die Grenze gegangen wäre, und darauf hat er zwar den Kläger, gegen den Widerklage erhoben war, zu dem sechsfachen von dem verurtheilt, zu dem er mich verurtheilt hat, aber er hat mich verurtheilt, und das Urtheil wäre vielleicht rechtskräftig geworden, wenn nicht zu meinem Glück zwischen der ersten und zweiten Verhandlung die Leute als Betrüger verfolgt worden wären, weil der Zusammenbruch glücklicher Weise rechtzeitig eintrat. Ja, aber darauf kann man sich nicht verlassen, und wenn solche Gefahren dem Redakteur bevorstehen, können Sie es ihm nicht verdenken, wenn er sehr vorsichtig ist, vorsichtiger, als es im Interesse des Publikums erwünscht ist, und darum habe ich es für meine Pflicht gehalten, dies anzuregen, daß die Presse in ihrer wahrheitsgemäßen Kritik öffentlicher Verhältnisse geschützt sei.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob jemals in Prospekten bei Einführung auswärtiger Anleihen die Verschuldung des Staates auf den Kopf der Bevölkerung angegeben ist, und ob vor allem die Verschuldung verglichen ist mit der anderer analoger Staaten. Ich glaube, daß das niemals in den Prospekten steht, und ich möchte ihn fragen, ob er es nicht für sehr heilsam halten würde, daß derartige Zahlen in den Prospekten verlangt würden. Denn nur relative Zahlen beweisen etwas, während in allen Prospekten absolute Zahlen stehen, die niemand verstehen und beurtheilen kann.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich kann diese Frage nicht ganz bestimmt beantworten, weil ich nicht alle Fälle von Emissionen kennen oder im Gedächtniß haben kann. Allein ich bin allerdings geneigt, zu glauben, daß der Emittent eine derartige Statistik über die Verschuldung pro Kopf der Bevölkerung nur dann geben wird, wenn sie zu Gunsten seiner Emission spricht. Aber wenn Sie vorschreiben wollten, daß er unter allen Umständen diese Statistik hinzufügen muß, so würden Sie bald sehen, daß sich eine solche Vorschrift nicht geben läßt. Sie würde nicht möglich sein deshalb, weil Sie ja fragen müßten: Wie weit muß die Vergleichung gehen? Muß er vergleichen mit einem Staat, mit zwei Staaten, mit zehn Staaten, mit

allen Staaten der Welt, mit allen Schuldnern der Welt? Das geht doch nicht! Wo soll die Grenze gefunden werden? Und außerdem würde die Statistik von sehr geringem Werthe sein. Es kommt nicht darauf an, wie hoch der Staat pro Kopf der Bevölkerung verschuldet ist, sondern wie hoch seine finanzielle Leistungsfähigkeit ist. Es kann einer sehr gering verschuldet und doch ein sehr fauler Schuldner sein, und der andere, der sehr hoch verschuldet ist, kann ein sehr guter Schuldner sein.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Die Bemerkung des Herrn Sachverständigen ist zweifellos richtig. Ich möchte das nur an einem praktischen Beispiel erläutern. Als Preußen vor dem Erwerb der Eisenbahnen stand, hatte es eine verhältnißmäßig niedrige Schuld. Nach dem Erwerb der Eisenbahnen ist die Schuld kolossal gestiegen. Gleichwohl nimmt man an, daß die finanzielle Leistungsfähigkeit durch den Erwerb der Eisenbahnen noch gesteigert ist.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich möchte nur bemerken: Zutreffen würde dieser Einwurf nur dann, wenn sonst nichts in dem Prospekt stände. Da aber diese andern Dinge, die der Herr Sachverständige erwähnte, auch in dem Prospekt stehen werden, wie z. B. die ganze finanzielle Leistungsfähigkeit des Staates, sein Eisenbahn- oder Domänenbesitz, so, glaube ich, wäre die Hinzufügung dieser Relativziffern doch etwas durchaus wünschenswerthes.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte nur einmal den Herrn Sachverständigen fragen, ob denn nicht, namentlich wenn derjenige, der den Prospekt zu unterschreiben hat, das Emissionshaus, verantwortlich gemacht werden soll, das ja ein Ausbund von Gelehrsamkeit und Wissen sein müßte, wenn er nun nicht blos die Verhältnisse dieses einen Staates, von dem er die Emission herausbringt, sondern auch die Verhältnißzahlen aller übrigen Staaten mit einer irgendwie verbindlichen — wir wissen ja nicht welcher — Verhaftung hineinschreiben soll?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich glaube, die Beantwortung dieser Frage hat der Herr Sachverständige schon gegeben, da er die Anregung als nicht zweckmäßig bezeichnet hat.

Sachv. **Lohnstädt:** Ich bin allerdings generell der Meinung, daß man zwar verlangen soll, der Prospekt muß die sachlichen Informationen enthalten, die zur Beurtheilung gerade dieser Emission nöthig sind, und zwar wünsche ich, daß man — und das wird den Börsenvorständen in der praktischen Erwägung überlassen bleiben müssen — thunlichst weit darin geht. Allein eine derartige Verantwortung kann von keinem Emittenten übernommen werden, wie eben auch ganz richtig ausgeführt worden ist, und ich warne davor, in dem Verlangen allzuweit zu gehen. Das führt sonst dahin, daß Emissionen, die ganz wünschenswerth für uns sind, vom deutschen Markt ausgeschlossen bleiben, und das halte ich für eine große Gefahr, nicht blos etwa deshalb, weil es für die deutschen Börsen von Werth ist, daß sie Geschäftsmaterial bekommen, sondern weil ich es auch für ganz werthvoll halte, wenn das deutsche Kapital in thunlichst guten ausländischen, also internationalen Werthen angelegt ist. Ich halte das für unentbehrlich vom politischen und wirthschaftlichen Gesichtspunkt, vom politischen deshalb, weil — denken Sie sich den Fall eines Krieges — das Reich sonst nicht genügend Mittel in der Hand hat. Wenn auch der Juliusthurm mit 120 000 000 Mark gefüllt ist, so reicht das nur für den ersten Augenblick. Wir müssen nachher neues Geld

aufnehmen, und das können wir nur, indem wir den internationalen Besitz abstoßen, und in wirthschaftlicher Beziehung erscheint mir der Besitz internationaler Werthe aus denselben Gesichtspunkten als unentbehrlich. Es braucht sich ja nicht gerade um das Unglück eines Krieges zu handeln, sondern wenn es sich um wirthschaftliche Krisen handelt, ja sogar für den Tagesgebrauch, für den gewöhnlichen Geschäftsverkehr ist es sehr oft nöthig, daß wir internationale Werthe abstoßen. Beispielsweise hat sich der Goldzufluß von Amerika nach Europa zum Theil dadurch erklärt, daß England genügende Mengen von amerikanischen Shares hatte, und der Kontinent auch genügende Mengen von amerikanischen Fonds besaß, die zum Theil hinübergeflossen sind zu internationalen Zahlungen. Also ich warne, darin zu weit zu gehen, damit nicht der Zufluß von diesen Werthen erschwert wird, und ich warne nach der anderen Seite, weil, wenn man in dem Verlangen gar zu weit geht und auch eine Verantwortlichkeit dafür aufstellt, schließlich sich Jeder scheuen würde, einen solchen Prospekt zu zeichnen und sich möglichst an das Aeußere, das Formale der Informationen halten würde, und dann würde das Publikum doch nicht so informirt sein wie es sein soll.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich gebe die letzten Ausführungen des Herrn Sachverständigen alle vollständig zu und stimme ganz mit ihnen überein; allein wenn ich anerkenne, daß es schwierig sein wird, in den Prospekt derartige Dinge hineinzubringen, so möchte ich ihn doch fragen, ob er nicht wenigstens anerkennt, daß es angezeigt wäre, wenn alle derartigen Zahlen von der fachmännischen Presse in solchen Zeiten mitgetheilt würden, und ob er nicht zugeben muß — eine Frage, die ich auch an Herrn Kopetzky schon stellte —, daß es unter Umständen angezeigt wäre, wenn überhaupt ein Staatskommissar an der Börse angestellt wäre, der finanztechnisch und wirthschaftlich gebildet ist und die Pflicht und das Recht hätte, in solchen Fällen einfach dem Publikum zu sagen: So liegen nach meiner Ansicht die Finanzen des betreffenden Staates, damit gleichsam die öffentliche Diskussion angeregt wird, was ja ohne jeden Einfluß auf die weiteren Operationen des Emissionshauses und des Börsenkommissariats denkbar wäre, damit die Oeffentlichkeit aufgeklärt würde, daß nach Ansicht dieses Mannes, dessen Sachkunde man kennt, die Lage so sei.

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen): Würden Sie diesen Vorschlag für zweckmäßig erachten?

Sachv. **Cohnstädt:** Den habe ich vorher schon abgelehnt, indem ich es für sehr bedenklich und für nicht wünschenswerth halte, daß der Staat bei der Zulassung von Emissionen mitwirkt. Denken Sie, welche ungeheure Verantwortung das der Regierung auferlegen würde, wenn sie sachlich prüfen soll, wenn sie die Verpflichtung, sei es auch nur die moralische, übernehmen soll, in Fällen, die tadelnswerth sind, einzugreifen und das Publikum zu informiren, sachliche Informationen zu beschaffen, einzutreten für die Richtigkeit sachlicher Informationen und die Information zu übernehmen für die Anlagesuchenden! Sie würden der Staatsregierung eine Verantwortung aufbürden, die sie meiner Ueberzeugung nach nicht übernehmen kann.

Graf **Arnim:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er glauben würde, daß, wenn in Frankfurt die Notirung und Zulassung der Portugiesen an der Börse, die lange Zeit beanstandet wurde, nicht stattgefunden hätte, alsdann dieselben Nachtheile eingetreten wären? Der Herr Sachverständige hat der Presse

gewissermaßen vorgeworfen: sie habe bei dieser Gelegenheit nicht hinreichend abgerathen. Wenn aber damals schon in eingeweihten Kreisen die Gefahren bekannt waren, die die Portugiesen boten, so frage ich: warum hat denn schließlich die Zulassung zur Notirung stattgefunden. Es ist hier ausdrücklich erwähnt, daß nach den Bestimmungen der Frankfurter Börse die Zulassung zur Notirung von der Handelskammer abhängig ist, und diese verfährt bei der Prüfung des einzureichenden Prospekts nach den leitenden Gesichtspunkten. Nun wollen wir annehmen, daß die Handelskammer den leitenden Gesichtspunkten entsprechend geprüft hat; wenn aber trotzdem die kolossale Schädigung des Publikums eingetreten ist, so kommen wir doch unmittelbar zu der Konsequenz, daß eben die leitenden Gesichtspunkte, wie sie der Börsenordnung zufolge maßgebend sein sollen, nicht genügen, und ich glaube, daß wir um die Frage nicht herumkommen: entweder müssen wir die Börsenordnung verschärfen, oder wir müssen diejenige Behörde reformiren, die die Anwendung der durch die Börsenordnung getroffenen Bestimmungen zu prüfen hat, und die festzustellen hat, ob die vorgeschriebenen leitenden Gesichtspunkte wirklich im Prospekt klar zum Ausdruck gekommen sind. Eins oder das andere muß meiner Ansicht nach geschehen, wenn wir die schlechten Anlagen vom Markte abhalten wollen — die guten wünsche ich gewiß nicht fern zu halten — und deshalb erachte ich es für räthlich, die Frage zu erwägen, ob man nicht, sei es einen Staatskommissar, seien es einige unparteiische Persönlichkeiten diesen prüfenden, von den Emissionshäusern durchaus abhängigen Börsenkorporationen zugesellt, die dann in der Lage sind, zu verlangen, daß in dem Prospekt doch noch dieser oder jener Punkt weiter aufgeklärt wird. Ich erinnere z. B. an den Prospekt, der veröffentlicht wurde, als die rumänische Anleihe von 6 auf 4 Prozent konvertirt wurde. Dem Prospekt ist vorgeworfen worden, daß er die Thatsachen verschleiert hätte, wonach die Grundlage der Anleihe vollkommen verändert worden war. Daß die Eisenbahnen nicht mehr bei der zweiten Anleihe hafteten, soll daraus zu erkennen gewesen sein; aber das Publikum hat es nicht erkannt und nicht gewußt, daß die bisher gebotene Pfandsicherheit in die Versenkung gefallen ist. Wenn ein Kommissar oder wenn einige unabhängige Persönlichkeiten in der Börsenkorporation saßen, würden sie in diesem Falle beispielsweise gesagt haben: wir verlangen, daß dies deutlicher ausgesprochen wird, damit das Publikum erkennt, daß die sechsprozentige Hypothek in einen vierprozentigen Schuldschein verwandelt werden soll. Die Tendenz der Prospekte ist bisher immer die gewesen, möglichst schön zu färben, und dieser Schönfärberei gegenüber halte ich es für nöthig, daß unabhängige Leute zusammentreten und erklären: dieser Prospekt ist nicht genügend; er muß genauere Angaben enthalten. Ob nun die Angaben die sein sollen, wie sie Herr Professor Schmoller vorgeschlagen hat, oder noch andere Angaben zu verlangen sind — das sind Details, auf die wir nicht genauer einzugehen haben.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Die Frage des Herrn Grafen Arnim ist gewiß erwägenswerth; aber der Herr Sachverständige hat bereits seiner Auffassung dahin Ausdruck gegeben, daß er sowohl gegen einen Staatskommissar wie auch gegen eine anderweitige Organisation des Börsenkommissariats ist.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Der Herr Sachverständige, welcher Vertreter der Presse ist, hat die Wichtigkeit und Wirksamkeit der Presse, die wir ja alle nicht leugnen, geschildert und hat auch geschildert, daß es

bei der Belehrung des Publikums nicht allein ankäme auf den Moment der Emission, sondern auch darauf, die späteren Lebensschicksale, sei es einer Aktie von industriellen Werthen, sei es einer auswärtigen Anleihe, zu verfolgen. Es könnten nach der Emission eine Menge Momente eintreten, die für das Publikum wissenswerth wären, und deren Kritik für dasselbe nöthig ist.

Es ist nun weiter im Verlaufe der Diskussion zu Tage getreten, daß auch in der Presse eine gewisse menschliche Schwäche vorhanden ist. Nun ist die neuere Schule sehr häufig in der Lage, wenn sie bei gewissen Einrichtungen, die von Menschen gehandhabt sind, Schwächen anerkennt, als Reaktion dafür die Hülfe des Staates vorzuschlagen. Das ist hier ja mehrfach gestreift worden in Bezug auf die Frage des Staatskommissars.

Ich stelle nun die Frage, ob der Herr Sachverständige nicht der Meinung ist, ob nicht das, was die Privatpresse jetzt thut, und deren Fähigkeit in Bezug auf die Qualität der Redakteure nicht eigentlich auch als eine Aufgabe des Staats aufgefaßt werden könnte, aus seinem Wissen — denn der Staat müßte ja doch eigentlich nach diesen Vorstellungen die Organe haben, die Alles besser wissen, Alles besser können — nun das Publikum fortlaufend zu belehren und ihm fortlaufend diejenigen Gesichtspunkte zuzuführen, von denen er glaubt, daß sie seinem Verständniß zuzuführen nöthig sind. Also ich bitte den Herrn Sachverständigen, über eine derartige Möglichkeit eines derartigen Systems, und ob die Leistungen des Staates wahl so weit gingen, sich zu äußern.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Meine Herren, ich glaube, daß uns das doch etwas sehr weit von den Börsenfragen abführt, wenn wir uns hier darüber unterhalten wollen, ob es zweckmäßig ist — wie ich die Anregung des Herrn Geheimrath Frentzel verstanden habe — ein Staatsexamen für Preßredakteure oder vielleicht auch noch eine Kontrole über deren Sittenreinheit und Integrität von Seiten des Staates einzuführen. Ueber die Beantwortung der Frage durch den Herrn Sachverständigen wird wohl Herr Geheimrath Frentzel nicht im Zweifel sein, denn der Herr Sachverständige hat die Berechtigung zur Mitwirkung des Staates auf diesem Gebiete absolut negirt. (Zum Sachverständigen:) Ich bitte Sie zu bestätigen, ob das nicht Ihre Ansicht ist, daß der Staat auch von diesen Einwirkungen sich fern halten möchte?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja!

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich habe meine Frage in ganz anderem Sinne gestellt, als der Herr Präsident sie verstanden hat.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube, daß die Aeußerungen der beiden Herren Vorredner sich zusammenfassen lassen. Der erste Herr Redner ist von einer Idee ausgegangen, die, offen gestanden, nicht zutreffend war. Er sagt: hätte man nicht, wenn man damals die Portugiesen nicht zugelassen hätte, die Schäden verhüten können, die entstanden sind? Nun, Portugiesen sind vor der Zulassung in Deutschland gekauft worden; und ganz gewiß, wenn sie nicht in Deutschland eingeführt wären, wären sie weniger gekauft worden, als sie nachher gekauft worden sind. Gewiß, wenn man sie nicht notirt hätte, wäre der Schaden in diesem Maße nicht entstanden. Allein die Presse nicht, die Börsenvorstände nicht und auch die Beurtheiler in der Presse nicht und kein Mensch konnte das vorauswissen — Sie müssen beachten, daß die Dinge zu beurtheilen sind nicht aus dem Gesichtspunkte des Rückblicks, nicht aus retro-

spektiven Rücksichten; das geht ja nicht, daß Sie das jetzt so beurtheilen, wie ich vorher schon die Ehre hatte, auseinanderzusetzen. Zu jener Zeit erschienen eben die Portugiesen dem großen Publikum relativ kaufwürdig.

Stellvertr. **Vorsitzender** (den Sachverständigen unterbrechend): Ich würde den Herrn Sachverständigen bitten, die Frage des Herrn Geheimrath Frentzel zu beantworten, welcher die Portugiesen gar nicht erwähnt hat.

Sachv. **Cohnstädt:** Gut. Dann meine ich, daß das, was Herr Geheimer Kommerzienrath Frentzel vorgeschlagen hat, auf die Frage hinausläuft: soll der Staat Kritik an den Emissionen üben, soll der Staat in irgendwelcher Weise sachliche Informationen geben. Wie könnte er das? Durch Artikel im Reichsanzeiger, durch authentische Darlegungen u. s. w. Wenn der Staat das will, so würde ich das vom Standpunkte der Presse aus sehr dankbar begrüßen; ich freue mich immer, wenn sachliche Informationen gegeben werden. Ich kann nichts mehr wünschen, als daß der Staat solche sachliche Informationen giebt, oder vielleicht, wenn eine solche Anregung des Handelsministers damit gemeint ist, auch seinen Widerspruch zum Ausdruck bringt. Irren kann er sich darin auch. Auch diese Auslassungen würden der Abschätzung und Kritik der übrigen Preßorgane selbstverständlich unterstehen. Allein ich glaube, daß aus denselben Gesichtspunkten, die der Herr Vorsitzende schon hervorhob, weshalb ich sage: der Staat kann und wird sich nicht entschließen, in irgend einer solchen Weise bei der Frage der Zulassung mitzuwirken — aus denselben Gründen wird er sich wohl auch hüten, an der Kritik theilzunehmen; denn das ist ja außerordentlich verantwortungsreich. Auch er würde damals mehr oder weniger in den Irrthum verfallen sein, daß Portugiesen zu hohen Preisen kaufwürdig wären; er würde jedenfalls nicht so energisch gewarnt haben, wie man es heute retrospektiv für nothwendig hält; denn auch er hat nicht wissen können, daß sich Portugal so benehmen würde.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wir können nun wohl die Vernehmung des Herrn Sachverständigen über Frage 1 schließen.

(Halbstündige Pause.)

Stellvertr. **Vorsitzender** (zum Sachverständigen Christians): Wollen Sie die Güte haben, sich über die einzelnen Fragen zu äußern. Soweit Sie sich den Ausführungen des Herrn Sachverständigen Cohnstädt anschließen können, möchte ich im Interesse der Abkürzung unserer Verhandlung bitten, das zu sagen.

Sachv. **Christians:** Um die Sache abzukürzen, ist es wohl richtig, wenn ich gleich die ganze Frage 1 zusammenfasse. Ich habe mir da etwas zurecht gelegt, was ich in der Hauptsache dazu vorzubringen habe, und ich möchte also das zunächst einmal vortragen; Sie werden dann ja hinterher sehen, ob Sie noch weitere Fragen zu stellen haben.

Also ich meine, das ganze Emissionsgeschäft läßt sich in genügend solider Weise organisiren, ohne daß sehr große Abänderungen vorgenommen zu werden brauchen. Ich erlaube mir deshalb auf § 13 der revidirten Börsen-Ordnung zu verweisen, und bitte mir zu gestatten, das Betreffende vorzulesen. Es heißt da in Alinea 2:

> Das Börsenkomissariat der Fondsbörse darf den Handel in einem bestimmten Effekt den vereideten Maklern nur dann gestatten, wenn in einer von ihm hinreichend befundenen Weise die für die Beurtheilung des Effekts wichtigen Angaben

seitens der hiesigen das Effekt einführenden Firma durch Aushang an der Börse und Insertion in Berliner Zeitungen bekannt gemacht worden sind."

Da ist also dem Börsenkommissariat eine bindende Vorschrift gegeben, und wenn es da heißt: „in einer von ihm hinreichend befundenen Weise"; so ist dabei sinngemäß zu berücksichtigen, daß das Börsenkommissariat aus Sachverständigen besteht, von denen man also auch erwarten muß, daß sie nichts Ungenügendes „hinreichend" befinden können. Da ist auch schon vorgeschrieben, daß die betreffende hiesige Firma den Prospekt unterzeichnen soll. Das ist in den letzten Jahren regelmäßig nicht mehr geschehen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich glaube, das steht nicht darin.

Sachv. **Christians:** Ja, es heißt sogar ausdrücklich: „seitens der hiesigen das Effekt einführenden Firma" — —

Stellvertr. **Vorsitzender** (einfallend): Steht da: „unterzeichnet"?

Sachv. **Christians:** Ja, das ist die revidirte Börsenordnung, § 13. Also man braucht nur den Paragraphen anzuwenden. Dann steht hier weiter — —

Stellvertr. **Vorsitzender** (einfallend): Hier steht es also nicht. Es ist ja aber auch gleichgültig, wie der gegenwärtige Zustand ist; es kommt darauf an, die Bedenken und die Schäden, die Ihres Erachtens bestehen, darzulegen und dann die Wünsche, die Sie in Bezug auf eine Aenderung haben, uns mitzutheilen.

Sachv. **Christians:** Ja, gewiß, Herr Geheimrath, ich muß hiervon ausgehen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich meine, die Frage, ob das jetzt schon möglich ist, oder ob auf dem Wege der Gesetzgebung diese Möglichkeit zu schaffen sein würde, hat nur ganz sekundäre Bedeutung.

Sachv. **Christians:** Ich meine, es wird vollkommen genügen, wenn die Aufsichtsbehörde das Aeltestenkollegium veranlaßt. Die Aufsichtsbehörde hat die Börsenordnung zu genehmigen, die Aufsichtsbehörde hat also auch jederzeit das Recht, darauf Einfluß zu nehmen. Das Handelsministerium braucht nur zu sagen: Hier, Aeltestenkollegium, sorge du dafür, daß der § 13 der Börsenordnung in den leitenden Gesichtspunkten zur Anwendung kommt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Gewiß, darüber besteht kein Zweifel. Wenn Sie nur sagen wollen, nach welcher Richtung hin Sie eine Einwirkung wünschen.

Sachv. **Christians:** Ich würde also Folgendes zu den „Leitenden Gesichtspunkten" beantragen:

Die für das Emissionsgeschäft von dem Börsenkommissariat der Berliner Fondsbörse aufgestellten „Leitenden Gesichtspunkte" sind

1. für alle deutschen Fondsbörsen verbindlich zu erklären,
2. in folgenden Punkten zu vervollständigen:

a) generell.

Die Emissionsfirma hat nicht nur die Subskriptionseinladung, sondern den ganzen Prospekt zu unterzeichnen, also auch den thatsächlichen Theil, sofern der Prospekt in zwei Theile zerlegt wird.

Zwischen dem Tage der ersten Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und

demjenigen der Subskription beziehungsweise Einführung an der Börse muß ein Zeitraum von mindestens sechs Tagen liegen.

b) Zu II. Anleihen ausländischer Staaten, kommunaler Körperschaften und deren Kreditinstitute.

Bei der Emission ausländischer Staats- und Kommunalanleihen sind im Prospekt zu veröffentlichen: die thatsächlichen Ergebnisse des Staats- oder Kommunalhaushalts, spezifizirt nach den Hauptetatstiteln, der letzten drei abgeschlossenen Rechnungsjahre; daneben die korrespondirenden Budgetzahlen und das zuletzt aufgestellte Budget.

c) Zu VI. Ausländische Eisenbahnaktien und VIII. Ausländische Eisenbahnprioritäts-Obligationen.

Im Falle einer Garantie sind die Garantieurkunden im Prospekt in getreuer Uebersetzung zu veröffentlichen; ebenso die Budgets und Rechnungsabschlüsse des Garanten wie zu II.

d) Zu V und XI. Aktien inländischer Eisenbahn- und Industriegesellschaften.

Bei Zulassung der Aktien zum Handel und zur Notiz an der Börse müssen mindestens drei Monate seit der Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister verstrichen sein.

Den Anträgen auf Zulassung der Aktien zum Börsenhandel sind vidimirte Abschriften der in Artikel 210 Nr. 1 Handelsgesetzbuch bezeichneten Verträge und der in Artikel 209g und h ibid. bezeichneten Erklärungen und Protokolle beizufügen. Ein kurzgefaßter, oder vollständiger Auszug aus diesen Schriftstücken ist im Prospekt zu veröffentlichen.

Die Bestimmungen der „Leitenden Gesichtspunkte“ sub II. Nr. 3 und 5, VI. Nr. 5 und VIII. Nr. 4, wonach von vorgeschriebenen Erfordernissen abgesehen werden kann, sind zu streichen.

An die Stelle der Bestimmungen sub Va Nr. 14 Alinea 2 und XIa Nr. 8 letzter Satz ist Folgendes zu setzen:

„Hiervon kann abgesehen werden, wenn seit Gründung der Gesellschaft bereits drei volle Betriebsjahre verflossen sind und eine Bilanz nebst Gewinn- und Verlustkonto für das letzte Betriebsjahr in spezifizirter Aufstellung im Prospekt veröffentlicht wird.“

Wünschen Sie, daß ich diese Forderungen näher begründe?

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ja, soweit Sie eine Begründung für erforderlich halten.

Sachv. **Christians:** Ich habe bereits bemerkt: der § 13 der Börsenordnung genügt vollständig zum Schutze des Publikums und zur Sicherung einer soliden Handhabung des Emissionsgeschäftes, wenn man nur erst die „Leitenden Gesichtspunkte“ mit diesem § 13 in Uebereinstimmung bringt. In Alinea 2 desselben wird wörtlich Folgendes bestimmt:

„Das Börsenkommissariat darf den Handel in einem bestimmten Effekt den vereideten Maklern **nur dann gestatten**, wenn in einer von ihm hinreichend befundenen Weise die für die Beurtheilung des Effekts **wichtigen Angaben**

> seitens der hiesigen, das Effekt einführenden Firma durch Aushang an der Börse und Insertion in Berliner Zeitungen bekannt gemacht worden sind."

Wenn hier gesagt wird, es sollen „*die wichtigen Angaben*" veröffentlicht werden, so muß diese Fassung sinngemäß als gleichbedeutend erachtet werden mit: „*alle wichtigen Angaben*". Weder in den „Leitenden Gesichtspunkten" noch in der Praxis des Börsenkommissariats hat diese Vorschrift der Revidirten Börsenordnung genügende Beachtung gefunden. Dies gilt besonders in Bezug auf die „*Anleihen ausländischer Staaten* rc.", bezüglich deren in den „Leitenden Gesichtspunkten" für den Inhalt des Prospekts folgende Forderung gestellt wird (IIa Nr. 3):

> „Mittheilung einer Uebersicht *des letzten Budgets* des die Schuld kontrahirenden Gemeinwesens und zwar sowohl des ordentlichen als des außerordentlichen Budgets, auch Mittheilung des Schuldenstandes."

Es ist augenscheinlich, daß diese Forderung sich mit derjenigen in § 13 der Börsenordnung durchaus nicht deckt. Es kann kein Zweifel darüber bestehen, daß das Budget für die Beurtheilung der Staatsfinanzen nichts bedeutet, wenn es nicht von der Abrechnung über den *wirklichen* Ausfall des Staatshaushalts begleitet ist. Wer sich über die Finanzverhältnisse eines Staates ein Urtheil bilden will, bedarf dazu mindestens der Kenntniß des wirklichen Ergebnisses des Staatshaushalts in einer mehrjährigen Periode und in den einzelnen Verwaltungszweigen, sowie daneben der korrespondirenden Budgetzahlen, deren Vergleich mit der definitiven Abrechnung über die Zuverlässigkeit des Budgets Auskunft giebt und einen Anhalt dafür bietet, ob das letzte Budget vertrauenswürdig ist.

An der zwingenden Vorschrift in § 13 Börsenordnung „die (also *alle*) für die Beurtheilung des Effekts wichtigen Angaben" bekannt zu machen, kann dadurch nichts geändert werden, daß in den Worten: „wenn in einer von ihm hinreichend befundenen Weise" dem freien Ermessen des Börsenkommissariats ein gewisser Spielraum gewährt ist; denn dasselbe ist ein Kollegium von Sachverständigen, von denen verlangt werden darf und muß, daß sie nur den ganzen Komplex derjenigen Angaben „hinreichend befinden", welche für die Beurtheilung des Effekts wichtig sind — daß sie aber nicht von diesen wichtigen Angaben einige wenige — und dazu noch die unwesentlichsten — herausgreifen und „hinreichend befinden."

Aber auch von der gänzlich ungenügenden Forderung für den Inhalt der Prospekte hat eine Befreiung stattgefunden. In dem erwähnten Passus der „Leitenden Gesichtspunkte" (IIa Nr. 3) heißt es weiter:

> „Von diesen Erfordernissen kann abgesehen werden bei solchen Staaten, Körperschaften oder Instituten, deren Finanzverhältnisse *als allgemein bekannt gelten*."

Was „gilt" als allgemein bekannt? Was das Börsenkommissariat sich darunter gedacht hat, geht aus mehreren folgenden Abschnitten der „Leitenden Gesichtspunkte" hervor, wo von Garantieen die Rede ist, in denen es übereinstimmend heißt (IIa. Nr. 5, VI Nr. 5, VIII Nr. 4):

> „Von diesen Angaben kann abgesehen werden, wenn die Garantie von einem Staate, einer Körperschaft oder einem Institute geleistet wird, *dessen Papiere bereits in den Handel an hiesiger Börse eingeführt sind*."

Ist also erst ein Papier auf Grund der erwähnten mangelhaften Anforderungen in den Börsenverkehr gelangt, so haben dadurch alle folgenden Emissionen des betreffendeu Staates ꝛc. einen Freibrief erlangt! Infolge dieses Passus ist es dahin gekommen, daß große Anleihen exotischer Staaten emittirt wurden, ohne daß in den nur von den betreffenden fremden Regierungen unterschriedenen Prospekten auch nur ein Wort über die Finanzlage mitgetheilt wurde. Die Supposition, daß die Finanzverhältnisse allgemein bekannt seien, wenn ein Papier hier notirt wird, ist gänzlich unzutreffend. Denn der Kours eines solchen Papiers regulirt sich keineswegs immer nach Maßgabe der Finanzverhältnisse; portugiesische und argentinische Papiere nahmen noch kurz vor dem Zusammenbruch der Finanzen dieser Länder hohe Kourse ein, die höchsten Kourse werden bekanntlich immer dann notirt, wenn die Emission einer neuen Anleihe in Vorbereitung ist. Will man aber die Finanzverhältnisse der betreffenden fremden Staaten deshalb als bekannt voraussetzen, weil dann und wann irgend eine Mittheilung darüber durch die Zeitungen geht, so bedarf es doch wohl nur der Erinnerung an den Ursprung der meisten dieser Zeitungsnachrichten. Der **Prospekt** muß das erforderliche Informationsmaterial enthalten und es muß dafür Jemand verantwortlich sein; um dem Publikum den Mangel nicht fühlbar werden zu lassen, und um dasselbe für die Sache zu gewinnen, veröffeulicht man einen passend erscheinenden Theil des Informationsmaterials unter der Autorität und Nichtverantwortlichkeit der Zeitungsredaktionen! Dadurch wird der Prospekt, insofern er ein informatorisches Dokument sein soll, zu einer Farce herabgewürdigt!

Die von mir gestellte Forderung, daß die **hiesige** Emissionsfirma den **ganzen** Prospekt unterzeichnen soll, kann nicht als zu weitgehend bezeichnet werden, nachdem dieselbe vom Aeltestenkollegium der Kaufmannschaft selbst aufgestellt worden ist. Was das **Maß** dieser Verantwortlichkeit angeht, so wäre es ungerecht und unbillig, dieselbe weiter auszudehnen, als es unter der bekannten Formel der „Sorgfalt des ordentlichen Kaufmanns“ verstanden wird. Die Forderung, Garantieurkunden ausländischer Staaten in getreuer Uebersetzung zu veröffentlichen, rechtfertigt sich durch die Thatsache, daß im Falle der garantirten portugiesischen Eisenbahnobligationen die im Prospekt gemachte Angabe sich als unrichtig herausgestellt hat.

Endlich finden meine Anträge bezüglich der Aktien inländischer Gesellschaften ihre Begründung in den bekannten Vorkommnissen der letzten Jahre, worauf bei den einzelnen Fragen wohl noch zurückgekommen wird.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Ich möchte nur bemerken, daß dieser § 13 nur auf Preußen Anwendung findet; wir müssen auch die Verhältnisse im ganzen übrigen Deutschland berücksichtigen.

Sachv. **Christians:** Nun, ich habe hier im Eingange zu meinen Anträgen gesagt:

> „Die für das Emissionsgeschäft von dem Börsenkommissariat der Berliner Fondsbörse aufgestellten „Leitenden Gesichtspunkte“ sind für alle deutschen Fondsbörsen verbindlich zu erklären.“

Stellvertr. **Vorsitzender:** Sie gehen also von einheitlichen Grundsätzen für alle deutschen Börsen aus;

(Sachv. **Christians:** Jawohl!)

diese Einheitlichkeit würde sich doch nur aufrecht erhalten lassen durch die Kontrole einer Reichsinstanz.

Sachv. **Christians:** Ja, Herr Geheimrath, ich möchte mich über diese reinen Verwaltungssachen nicht äußern; das ist ja nicht mein Fach. Ich meine nur, wenn man das will, wird es sich machen lassen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Jawohl. Also im Grunde genommen sind Sie der Ansicht, daß die bestehenden Bestimmungen sich bewährt haben?

Sachv. **Christians:** Wenn man sie so ändert, wie ich es hier formulirt habe und sie dadurch in Uebereinstimmung mit dem § 13 der Börsenordnung bringt.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Nun möchte ich Sie also bitten, sich über Nr. a zu äußern, über eine Mitwirkung staatlicher Behörden.

Sachv. **Christians:** Ich bin unbedingt dagegen.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wohl aus denselben Erwägungen, wie Herr Cohnstädt?

Sachv. **Christians:** Hauptsächlich aus der Erwägung heraus, daß der Staat damit eine zu große Verantwortung übernimmt — wie ja Herr Cohnstädt auch schon gesagt hat — die er ganz gewiß nicht übernehmen will, und daß das namentlich in den Fällen, wo die Genehmigung versagt wird, auch seine unangenehme Seite hat. Ich habe mich früher in einem Artikel meines Blattes für den Staatskommissar ausgesprochen.

(Stellvertr. Vorsitzender: Jawohl, am 28. November 1891.)

— Ganz recht. Ich ging dabei von der Anschauung aus, daß das Kommissariat ja doch nur eine formale Aufgabe übernommen hat, indem es kein Urtheil fällen, sondern dafür sorgen will, daß die geeigneten Mittheilungen gemacht werden, und daß also ein Staatskommissar jedenfalls die Erfüllung der formalen Verpflichtungen sichern wird. Ich bin aber, wie gesagt, auf Grund der Erwägung, daß der Staat eine solche Verantwortung jedenfalls nicht übernehmen kann, davon zurückgekommen. Namentlich würden die Emissionshäuser mit dem Staatskommissar geradezu Reklame machen können, wenn sie es wollen. Wenn eine Sache genehmigt würde, würde man gegenüber dem Publikum immerfort den Staatskommissarius vorschieben.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Es kommt darauf an, welche Stellung man prinzipiell dem Börsenvorstand in Bezug auf die Genehmigung der Prospekte einräumt. Ist man der Ansicht, daß die gegenwärtige Praxis berechtigt ist, wonach das Börsenkommissariat nur prüft, ob in dem Prospekt alle Angaben enthalten sind, die zur richtigen Beurtheilung des betreffenden Effekts nothwendig sind, dann würde der Staatskommissar ja nicht darüber zu befinden haben, ob ein Effekt zugelassen oder nicht zugelassen wird, sondern er würde eben nur eventuell eine Vervollständigung der Prospekte bewirken können. Nach dieser Richtung hin würden also Ihre Bedenken fortfallen. Aber Sie sind gleichwohl aus allgemeinen Gründen gegen die Einmischung des Staates! Sie haben sich, obwohl Sie sich früher für den Staatskommissar ausgesprochen, jetzt eines Besseren belehrt und sind der Ansicht, daß die Mitwirkung des Staates entbehrt werden könnte?

Sachv. **Christians:** Ja, und sogar mehr noch: daß sie schädlich wirken würde, weil mit dem Staatskommissarius geradezu Reklame getrieben würde und dem Publikum gesagt würde: das ist alles vom Staatskommissarius genehmigt worden.

Stellvertr. **Vorsitzender:** Wie würden Sie sich denn zu der Frage stellen, die auch angeregt worden ist, eventuell

eine Erweiterung des Börsenkommissariats eintreten zu lassen, um auch eine Vertretung derjenigen herbeizuführen, die jetzt nicht dort vertreten sind, also des großen Publikums und der Personen, die nicht unmittelbar an der Börse betheiligt sind, der Großindustriellen u. s. w.?

Sachv. **Christians:** Ich würde unbedingt dagegen sprechen. Ich finde es vollkommen genügend, daß das Aeltestenkollegium als Vertretung der gesammten Kaufmannschaft im Börsenkommissariat auch vertreten ist. Nur würde ich es für richtig halten — augenblicklich sind, glaube ich, zwei Drittel der Mitglieder der Sachverständigenkommission von den Börsenmitgliedern gewählt und ein Drittel nur vom Aeltestenkollegium ernannt worden

(Zuruf: Das ist nicht ganz richtig!)

— wenn man dieses Verhältniß auf je die Hälfte abändert. Aber sonst würde ich die Zulassung von ferneren Korporationen, von denen heute morgen die Rede gewesen ist, nicht für richtig halten.

(Reichsbankpräsident Dr. **Koch** übernimmt wieder den Vorsitz.)

Vorsitzender: Ich bitte, sich über die Frage auszusprechen, ob ein Mindestbetrag der einzelnen Stücke bei ausländischen Papieren gefordert werden soll.

Sachv. **Christians:** Nein; wenn man sonst genügende Informationen giebt, sehe ich die Nothwendigkeit dafür nicht ein. In dieser Richtung sind ja nicht allein die Bedürfnisse und Gewohnheiten unseres Publikums, sondern auch die des ausländischen Publikums maßgebend, weil die ausländischen Papiere doch an ausländischen Plätzen emittirt werden und es gerade nach meiner Ansicht vermieden werden muß, ein ausländisches Papier hier unter solchen Modalitäten einzuführen, daß es für das Ausland nicht paßt; im Gegentheil, ich halte es für geradezu nöthig, jedenfalls für wünschenswerth, das ein ausländisches Papier, welches hierher gebracht wird, auch zu gleicher Zeit im Auslande gehandelt wird.

Vorsitzender: Es wäre ja immerhin möglich, daß dieselben Stücke auch im Auslande gehandelt werden.

Sachv. **Christians:** Ich meine, daß man in dieser Beziehung keine Beschränkung eintreten lassen sollte.

Vorsitzender: Wegen der Aktien haben Sie ja vorhin die Erörterungen gehört. Es wurde Beschwerde geführt, daß andere Bestimmungen für inländische als für ausländische Aktien bestehen.

Sachv. **Christians:** Ja, es war von Gold-Shares von 20 Mark die Rede. Ich meine, das trifft gar nicht einmal die Börse, denn an keine deutsche Börse sind solche Gold-Shares gekommen.

Vorsitzender: Das wurde ja auch schon erwähnt.

Sachv. **Christians:** Was man draußen dem Publikum verkauft, geht doch die Börse eigentlich nichts an. Man kann ja auch mit Lotterieloosen und Gott weiß was handeln; das geht doch die Börse nichts an! Aber um solche Aktien an die Börse zu bringen, würde ich es allerdings für das Richtigste halten, einen Minimalbetrag vorzuschreiben.

Vorsitzender: Also für den Börsenhandel würden Sie wohl denselben Betrag für erforderlich halten, wie bei inländischen Aktien?

Sachv. **Christians:** Ja wohl, denselben Betrag.

Vorsitzender: Also 1 000 Mark?

Sachv. **Christians:** Ja wohl.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich verstehe, daß Sie das blos für Aktien fordern.

Vorsitzender: Für Aktien, ja. Das haben auch andere Sachverständige gethan.

Nun fragt es sich, ob der bisher geforderte Mindestbetrag des Kapitals für die Zulassung von Aktien, der meist 1 Million betrug, nicht blos bei ausländischen, sondern auch bei inländischen Aktien erhöht werden soll.

Sachv. **Christians:** Nein, die Ansicht habe ich nicht. Ich finde eine Million ausreichend.

Vorsitzender: Eine fernere Frage ist die Beifügung der Gründungsverträge und des Prüfungsberichtes zum Prospekt.

Sachv. **Christians:** Ich habe mir vorher erlaubt, hier einige Anträge zu den „Leitenden Gesichtspunkten" zu verlesen. Es heißt in den leitenden Gesichtspunkten darüber, daß das Wesentliche aus den Gründungsverträgen im Prospekt mitgetheilt werden soll. Ja, was ist nun das Wesentliche? Es heißt nn der betreffenden Stelle in den leitenden Gesichtspunkten weiter: „Anlagen zum Antrage. 1. Die Belagstücke für sämmtliche unter XIa 1 erforderten Angaben." Darin sind diese Verträge, von denen hier die Rede ist, nicht enthalten. Die Sachverständigenkommission ist also gar nicht in der Lage, zu beurtheilen, was das Wesentliche ist, denn ihr liegen die Verträge nicht vor. Das Emissionshaus ist nicht verpflichtet, der Sachverständigenkommission die Verträge vorzulegen; die Kommission kann sie hier nach den leitenden Gesichtspunkten nicht fordern. Ich würde es also für richtig halten, daß gesagt wird, daß die Verträge dem Kommissariate vorgelegt werden und daß das Kommissariat einen Auszug — — —

Vorsitzender: Darf ich Sie unterbrechen? Es heißt unter „b) Anlagen zum Antrage: 1) Die Belagstücke für sämmtliche unter XIa 1 erforderten Angaben." Worauf würde sich das beziehen?

Sachv. **Christians:** Auf die Angabe des Errichtungsvertrages.

Vorsitzender: Nur dessen? Es scheint nicht, daß nur an diesen gedacht ist; denn unter 8 wird der Gründungsakt unter gewissen Modalitäten besonders behandelt.

Sachv. **Christians** (einfallend): Ja, es scheint mir thatsächlich auch so, und deshalb meine ich, sollte man die Vorlegung der Gründungsverträge obligatorisch machen.

Vorsitzender: Herrn Geheimrath Frentzel wird der nähere Sachverhalt bekannt sein. Weswegen haben Sie davon abgesehen, daß diese Verträge vorgelegt werden?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nach meiner Meinung wird das immer erfordert. Ich bin nicht im Börsenkommissariat, und die eigentliche Praxis kenne ich nicht.

Vorsitzender: Es liegt nahe, daß man sich die in unserem Fragebogen bezeichneten Verträge auch vorlegen läßt.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich glaube, sie sind immer vorgelegt worden.

Vorsitzender: Sie würden nichts dagegen haben, daß man das vorschreibt?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, wenn das nicht klar genug scheint.

Sachv. **Christians:** Es ist mir so erschienen, als ob das nicht nothwendig daraus hervorginge.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Das kann ich nicht mit Bestimmtheit behaupten. Ich habe es bisher geglaubt.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich bin Mitglied des Börsenkommissariats; ich habe die Vorlegung der fraglichen Verträge stets für nöthig gehalten.

Vorsitzender: Es knüpft sich daran die Frage der Veröffentlichung. Es ist betont worden, es wäre nützlich, daß die Verträge an den Zeichnungsstellen ausliegen.

Sachv. **Christians:** Ich bin durchaus dafür; denn es ist sehr schwer, sich beim Handelsgericht zu erkundigen, namentlich, wenn das Handelsgericht außerhalb ist.

Vorsitzender: Solche Fälle sind nicht selten.

Sachv. **Christians:** Soll man da eine Korrespondenz pflegen? Wenn ich mir vornehme, mich über eine Sache zu informiren und an das Gericht schreibe, so weiß ich ja überhaupt nicht, ob mir dasselbe eine Abschrift liefert.

Vorsitzender: Das kostet außerdem Geld.

Sachv. **Christians:** Der Kostenpunkt kommt dazu, und ich bekomme die Abschrift vielleicht noch drei Wochen.

Vorsitzender: Wenn man sich schnell informiren will — — —

Sachv. **Christians** (einfallend): Ja, die Möglichkeit der schnellen Information ist ausgeschlossen. Das wäre anders, wenn die Verträge, so wie heute vorgeschlagen worden ist, an den Emissionsstellen ausgelegt werden.

Vorsitzender: Würden Sie nun auch verlangen, daß ein Theil davon im Prospekt veröffentlicht wird?

Sachv. **Christians:** Ja! Ich würde allerdings sagen, das nach der Beurtheilung des Börsenkommissariats Wesentliche aus diesen Verträgen soll in dem Prospekt stehen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Herr Cohnstädt hat vorgeschlagen, die Originalverträge beziehungsweise vidimirte Abschriften — denn das Original wird wahrscheinlich beim Handelsrichter liegen müssen — sollen an den Emissionsstellen ausgelegt werden. — Es ist nur eine kleine Variante: wollen Sie nicht vorschlagen, diese Verträge sollen bei dem Börsenkommissariat liegen und jederzeit zugänglich sein?

Sachv. **Cohnstädt:** Auch das.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ist das nicht vielleicht noch besser. Während also 100 Emissionsstellen existiren können, haben wir doch nur das eine Börsenkommissariat. Wenn es das Publikum nicht einsehen will, kann man ihm ja nicht helfen; aber es ist eine bequeme Stelle.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube auch, daß es für die Praxis genügen wird.

Sachv. **Christians:** Das Publikum selbst wird wohl wahrscheinlich wenig Gebrauch davon machen, denn in solchen Zeiten, wo derartige Papiere gekauft werden, kann man dem Publikum alle mögliche Gelegenheit bieten, es benutzt sie doch nicht. Die Einzigen, die davon Gebrauch machen werden, sind die Bankiers, und da genügt die Auslegung beim Börsenkommissariat.

Vorsitzender: Sonst könnte man sich vielleicht auch eine Emissionsstelle aussuchen, die dem Publikum sehr unbequem liegt.

(Heiterkeit.)

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, das Börsenkommissariat ist auch eine indifferente Stelle. Ich kann mir denken, daß, wenn ein Redakteur

(Sachv. Christians: Ja, ich gehe lieber zum Kommissariat!)

zum Emissionshaus kommt, man dort schon immer denken wird: was ist denn los?

Sachv. **Christians:** Ich muß sagen, es wäre für die Presse hundertmal angenehmer, wenn sie diese indifferente Stelle des Börsenkommissariats hätte.

Vorsitzender: Wollen Sie sich nun zu e äußern, ob die Zulassung von Aktien vom Verlaufe einer gewissen Frist seit der Eintragung in das Handelsregister abhängig gemacht werden soll?

Sachv. **Christians:** Da möchte ich allerdings einen Zeitraum von drei Monaten nehmen. Es ist gar zu häufig vorgekommen, gerade bei schlechten Gesellschaften, daß, wenn heute die Eintragung ins Handelsregister kam, alles fix und fertig vorbereitet war; der Prospekt lag fertig und wurde publizirt, und übermorgen war die Subskription, so ganz a tempo. Ein Zeitraum von etwa drei Monaten würde aber genügen, um Mängel, die sich hier und da an die Sache heften, doch womöglich zum Ausdruck gelangen zu lassen.

Vorsitzender: Man hat dagegen erinnert, es würde dadurch das Risiko der Emission sehr wesentlich erhöht.

Sachv. **Christians:** Ja, aber ich finde, wer eine Aktienemission übernimmt, muß auch das Risiko tragen. Es ist nicht zu viel von ihm verlangt, daß er das Risiko drei Monate trägt. Wenn der Emittent das nicht will, dann ist die Sache wahrscheinlich so schlecht, daß es viel besser ist, sie unterbleibt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte bemerken, daß es sich bei dieser Frage wohl nicht ausschließlich um das Risiko handelt.

Vorsitzender: Man entzieht sich die Möglichkeit zum Handel so lange.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es wird dann überhaupt nicht emittirt werden. Es würde also das Emissionshaus — — —

Sachv. **Christians** (einfallend): Ja, Herr Geheimrath, das ist doch das Risiko der Gründer. Wer heute etwas gründet, steht ja ganz anders da, wenn er sagen kann, in acht Tagen bin ich die Sache los, als in drei Monaten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Er wird aber in Zukunft nicht zuerst gründen und dann drei Monate mit der Auflegung der Aktien warten, sondern er wird die drei Monate zunächst abwarten und dann gründen.

Vorsitzender: Soll das Privatunternehmen in die Form der Aktiengesellschaft verwandelt werden, so setzt das voraus, daß das Aktienkapital gesichert ist. Die Eintragung bringt die Gesellschaft erst zur rechtlichen Existenz.

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: Allerdings, ja!)

Muß nun mit dem Handel gewartet werden, so ist das Kapital einstweilen festgelegt. Aber der Herr Sachverständige sagt, das ist kein Schade; dann werden manche zweifelhaften Gründungen eben unterbleiben.

Sachv. **Christians:** Die guten Gründungen werden deshalb nicht unterbleiben, es werden nur schlechte Grün-

dungen deshalb unterbleiben, und darin sehe ich keinen Nachtheil. Aber für eine gute Gründung kann das Emissionshaus und können die Gründer auch immerhin drei Monate lang das Risiko tragen.

Vorsitzender: Manche haben sogar ein Jahr vorgeschlagen.

Sachv. **Christians:** Das will ich nicht sagen, weil das wahrscheinlich eine zu weit gehende Belastung sein würde; ich meine, es genügt schließlich ein dreimonatliches Interregnum. Man liest da die handelsgerichtliche Eintragung, wenn man will, und hat Gelegenheit, sich noch drei Monate zu informiren.

Vorsitzender: Nun kommen wir zu der Frage der Verantwortlichkeit der Ankündigenden für den Inhalt des Prospekts.

Sachv. **Christians:** Ich meine, in der Börsenordnung ist vorgeschrieben, daß der Prospekt von einer einführenden hiesigen Firma unterzeichnet werden soll. Es ist leider seither unterblieben. In den „Leitenden Gesichtspunkten" ist es nicht vorgeschrieben, sondern nur in Artikel 13 der Börsenordnung. Ich meine, dadurch ist doch die Verantwortlichlich konstituirt. Wenn die Firma etwas unterschreibt, so ist sie dafür doch auch verantwortlich.

Vorsitzender: Das ist ein sehr zweifelhafter Punkt.

Sachv. **Christians:** Ja, heute ist es ein sehr zweifelhafter Punkt, weil die Firma heute nur die Subskriptionseinladung unterschreibt. Da ist es ein zweifelhafter Punkt, da müßte man jedesmal einen Prozeß durchführen, um festzustellen, ob die Unterschrift auch für den ersten Theil des Prospekts gelten soll, der nicht von der Firma direkt unterschrieben ist. Deshalb, meine ich, braucht man blos den § 13 in Wirksamkeit zu setzen und die Emissionsfirma zu zwingen, den Prospekt zu unterschreiben; dann ist die Verantwortlichkeit konstituirt.

Vorsitzender: Sie entnehmen das aus § 13 der Börsenordnung für Berlin?

(Sachv. Christians: Ja!)

Das mag ja zweifelhaft sein. Aber Sie würden jedenfalls empfehlen, daß es vorgeschrieben wird?

Sachv. **Christians:** Ja, deshalb verlange ich eben, daß die Bestimmung des § 13 in die leitenden Gesichtspunkte hineingenommen wird.

Vorsitzender: Es heißt da:

„Das Börsenkommissariat der Fondsbörsen darf den Handel in einem bestimmten Effekt den vereideten Maklern nur dann gestatten, wenn in einer von ihm hinreichend befundenen Weise die für die Beurtheilung des Effekts wichtigen Angaben seitens der hiesigen das Effekt einführenden Firma durch Aushang an der Börse und Insertion in Berliner Zeitungen bekannt gemacht worden sind."

Das geschieht ja auch!

Sachv. **Christians:** Nein, Herr Präsident. Wenn wenn man nicht hierbei beabsichtigt hätte, die Unterschrift der Firma unter dem Prospekt zu haben, hätte man diesen Passus ganz weglassen können; dann hätte man blos zu sagen brauchen: „Die für die Beurtheilung des Effekts wichtigen Angaben durch Aushang u. s. w. bekannt gemacht worden sind." Aber dann hätte man nicht zu sagen brauchen: „seitens der Firma" bekannt gemacht worden sind.

Vorsitzender: Sie legen das so aus. Es wird aber in der Praxis nicht so ausgelegt, sondern in der Regel beschränkt man sich darauf, von dem betreffenden Finanzminister u. s. w. die Angaben machen zu lassen, und fährt dann fort: „auf Grund dieser Mittheilungen laden wir zur Zeichnung ein."

Sachv. **Christians:** Ich meine, es ist also zweifelhaft, ob sie dafür verantwortlich zu machen sind.

Vorsitzender: Sie würden aber verlangen, daß jedesmal der Prospekt selbst von der Firma unterschrieben werden soll?

Sachv. **Christians:** Unbedingt; daß die Emissionsfirma selber den Prospekt unterzeichnet. Es ist ja die Ansicht auch ausgesprochen warden, daß die Emissionsfirma auch heute bei dem Nichtunterschreiben des Praspekts vielleicht verantwortlich gemacht werden könnte. Alsa ganz sicher ist die Firma auch heute nicht var der Verantwartung; aber ich meine, man sall die Verantwortung undedingt gestalten. Wenn dann in den varliegenden Verhältnissen irgend etwas zweifelhaft ist, mag die Emissionsfirma es erklären.

Vorsitzender: Alsa sie soll unbedingt für die Richtigkeit und Vollständigkeit haften?

Sachv. **Christians:** Für die Richtigkeit und Vollständigkeit. Ich meine, es wird niemand daraus folgern, daß die Emissionsfirma für den Bankerutt eines Staates nachher verantwartlich gemacht werden kann. Das ist ja selbstaerständlich ausgeschlassen.

Vorsitzender: Aber sofern etwas Unrichtiges darin enthalten wäre, würden Sie doch erst die Haftung eintreten lassen, wenn die Verschuldung der Firma nachgewiesen ist, also wenn sie gegen die Sargfalt eines ordentlichen Kaufmannes verstaßen hat?

Sachv. **Christians:** Wenn Sie gegen die Sorgfalt eines ardentlichen Kaufaianns verstaßen hat, weiter nichts.

Vorsitzender: Glauben Sie, daß die Emissionsfirma auf Grund allgemein geltender Regeln in dieser Ausdehnung haftbar ist?

Sachv. **Christians:** Ja! Nicht blas, wenn sie wider besseres Wissen etwas dehauptet hat, sondern auch unter grober Verschuldung.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Aber Sie sind nicht der Meinung, daß sie unbedingt für die Richtigkeit der in der Vergangenheit liegenden Thatsachen, die in dem Prospekt stehen, dem Käufer gegenüber aufzukommen hat?

Sachv. **Christians:** Unbedingt — nein. Es können ja Fälle vorkommen, wo die Emissionsfirma selbst getäuscht worden ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Aber ich meine, es wird die Sache nicht damit begründet, daß Sie sagen, sie müßte den Praspekt selbst unterschreiben. Die Emissionshäuser wissen sehr wahl, warum sie das nicht thun; denn wenn sie es thun würden, würden sie alle die Versicherungen zu ihren eigenen derart machen, daß sie sich auch mit dem mangelnden Verschulden dem Käufer gegenüber nicht exkulpiren könnten. Es müßten da ganz andere Prinzipien aufgestellt werden. Aber ich verstehe Sie auch dahin: Sie wallen sagen, wenn ich einmal derartige Thatsachen ins Publikum bringe, dann muß ich wenigstens soweit dafür einstehen, daß ich nicht dei der Prüfung ihrer Richtigkeit ein grobes Verschulden begangen habe.

Sachv. **Christians:** Ja, Herr Präsident, ich gehe überhaupt prinzipiell von der Ansicht aus, daß das Emissionshaus, welches z. B. mit einem ausländischen Staat — davon war ja die Rede, — eine Anleihe kontrahirt, auch in jedem Falle in der Lage ist, sich Kenntniß der Wahrheit zu verschaffen. Nun schließt das ja immer nicht aus, daß es doch getäuscht wird. Es kann ja jedem bei der allergrößten Vorsicht passiren; aber ich meine, es muß sich eine Fassung, eine Modalität finden lassen, die diese Verantwortung des Emissionshauses konstituirt, wodurch es eben so weit verantwortlich ist, als man es vernünftiger Weise verlangen kann. Wie der Paragraph juristisch zu formuliren ist, darüber kann ich mich nicht äußern.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Nun, ich wollte auch nur von Ihnen hören, daß doch auch Sie nicht der Meinung sind, daß die Emissionshäuser unbedingt, ohne Rücksicht darauf, ob sie es bei Sorgfalt hätten erfahren können oder ob es ihnen auch bei der größten Sorgfalt hätte unbekannt bleiben können, für das haften, was in diesen Prospekten steht.

Sachv. **Christians:** Nein, ich würde niemals weiter gehen können, als wie man überhaupt dem Kaufmann im Allgemeinen die Haftpflicht für seine Handlungsweise zumuthet und zutraut; weiter nichts.

(Zuruf: Und grobe Fahrlässigkeit.)

— Und grobe Fahrlässigkeit.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir haben die Herren von den großen Emissionshäusern gehört; die haben gesagt: im Prinzip läßt sich nichts dagegen einwenden. Die Gefahr wäre aber ungeheuer, wenn nachträglich von Richtern, die ja unter Umständen doch auch menschlich wären — ihre Menschlichkeit ist sogar sehr stark mitunter hier betont worden —

(Heiterkeit)

unter dem Eindruck von später gekommenen Ereignissen sie auf einem so vagen Gebiete, wie es die Frage der sorgfältigen Prüfung der Verhältnisse eines ausländischen Staates ist, vielleicht für Mittheilungen verantwortlich gemacht werden könnten; und daß, wenn man das ausspräche, die Konsequenz sein würde, daß sich das ganze Emissionsgeschäft nach Ländern ziehen könnte, in welchen man nicht derartige strenge Auffassungen hätte. Es hat ja auch diese Anschauung etwas für sich.

Sachv. **Christians:** Es kommt ja schließlich alles auf die Auffassung an, und die wechselt, das ist ja ganz richtig. Aber ich meine, es muß doch möglich sein, die Sache so zu formuliren, daß das Emissionshaus dadurch entlastet ist, wenn es nachzuweisen vermag, daß es jedesmal in gutem Glauben für die Herbeischaffung aller Materialien gesorgt hat, die es ihm selbst ermöglichten, sich ein Urtheil über die Sache zu bilden, und daß es den generellen Inhalt der Sache, also nach Maßgabe der leitenden Gesichtspunkte, auch dem Publikum unterbreitet hat. Ich meine, daß damit die Verantwortung aufhört. Heute ist sie aber in gar zu geringerem Umfange vorhanden; heute wird einfach das letzte Budget veröffentlicht, und damit Punktum, und dann wird vielleicht noch in einer einzigen Generalsumme der Betrag der Schulden angeführt. Das will nichts Besonderes besagen. Ueber die thatsächliche Gestaltung der Abrechnungen ist in den Prospekten niemals ein Wort enthalten, und dann weiß man ja auch gar nicht: soll man von Venezuela oder Gott weiß welchem anderen Staat,

der einmal hierherkommt, sich einen Prospekt verschreiben, aber von Argentinien? Ja, der hat doch für das Publikum keinen Werth.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Nehmen Sie einmal an, Venezuela aber irgend ein Staat macht eine Anleihe; nachher kommt eine Revolution, es tritt eine andere Regierung ein, die entdeckt, daß nach dem Staatsrecht von Venezuela für die Anleihe diese und diese Genehmigung fehlt.

Sachv. **Christians** (einfallend): Sie wirft alles um! — Ja, aber das Emissionshaus muß doch dafür haftbar sein, daß es den Nachweis liefern kann: zu meiner Zeit, zur Zeit der Veröffentlichung des Prospektes waren die Dinge so und so.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, „zu meiner Zeit." Ich setze also den Fall, daß nachträglich der Staat erklärt, in Folge einer Revolution sei angeblich entdeckt, daß es für die dortige Anleihe an einer nach dem dortigen Staatsrechte wesentlichen Form fehlte. Die jetzige Regierung entbindet sich nun von der Verpflichtung, die Zinsen zu zahlen, weil die frühere Regierung thatsächlich bei dem Abschluß gefehlt hätte. Würden Sie dem betreffenden Emittenten einen Vorwurf machen, wenn er das Staatsrecht von Venezuela nicht ex professo darauf studirt hätte, um zu wissen, daß formelle Mängel da waren?

Sachv. **Christians:** Bewahre! Da werde ich dem Emissionshaus keinen Vorwurf machen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann fürchte ich, daß Alles doch darauf hinausläuft, daß die Fälle, die so sehr beklagt werden, doch juristisch nicht anders entschieden werden, wenn wir die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns in den Paragraphen hineinsetzen.

Vorsitzender: Sie würden aber den Grundsatz doch festhalten?

Sachv. **Christians:** Ja; denn ich weiß dagegen auch nichts Anderes vorzuschlagen.

Freiherr **v. Huene:** Die Herren sprechen immer vom Budget. Das Budget ist der Voranschlag. Dessen Richtigkeit zu prüfen ist ja beim einzelnen Staat sehr schwer. Würden Sie (zum Sachverständigen) nicht verlangen, daß das Emissionshaus sich auch die Rechnungen der letzten Jahre vom Staat verschafft — wir haben ja bei uns die Uebersicht der Staatseinnahmen und Ausgaben und die Rechnungen. Würden Sie also nicht der Meinung sein, daß das Emissionshaus unbedingt verlangen müßte, daß man ihm diese Sachen vorlegt, damit man wenigstens prüfen kann, ob das Budget, das vorgelegt wird, in verständiger Weise auf den thatsächlichen Ergebnissen der letzten Jahre basirt? Das wäre der erste Punkt.

Zweitens, wenn in dem Budget ein großer Theil der Einnahmen auf industriellen Unternehmungen, auf Eisenbahnen, Bergwerken u. s. w. basirt, würden Sie nicht auch verlangen, daß das Emissionshaus prüft, wie es mit diesen speziellen Unternehmungen steht, die Spezialetats dieser Unternehmungen sich auch vorlegen läßt, ehe es auf Grund eines solchen Budgets nachher das Publikum zum Zeichnen einlädt? Würden Sie nicht auch glauben, daß das mit zu dem Umfange dessen gehört, was Sie benennen mit der Sorgfalt eines guten Hausvaters oder eines guten Geschäftsmannes?

Sachv. **Christians:** Den ersten Punkt habe ich vorher schon berührt. Ich würde allerdings fordern, daß nicht nur das Emissionshaus sich die thatsächliche Abrechnung eines Staatshaushalts oder Kommunalhaushalts vorlegen lassen sollte, sondern daß auch die thatsächlichen Ergebnisse der drei letzten abgeschlossenen Jahre veröffentlicht werden und daneben die korrespondirenden Budgets und das zuletzt aufgestellte Budget. Dann hat man in verantwortlicher Weise ein Material, aus dem man sich ein Urtheil bilden kann.

Vorsitzender: Das würde wieder ein Moment für die leitenden Gesichtspunkte sein.

Freiherr **von Huene:** Der erste Punkt ist erledigt; ich bitte noch auf den zweiten einzugehen.

Sachv. **Christians:** Ebenso finde ich es auch berechtigt, daß hier bei dieser industriellen Unternehmung eines Staates — davon war doch die Rede?

(Freiherr von Huene: Ja!)

— zu deren Ausführung er die Anleihe haben will, einiges darüber gesagt wird. Z. B. hat Griechenland die Piräus-Anleihe gemacht, hat sie verbraucht, und die Eisenbahn ist nicht gebaut worden.

Vorsitzender: Mit dem Erforderniß der Unterschrift würden Sie blos erreichen, daß man den Prospekt noch vorsichtiger macht, daß man das, was bisher durch die Unterschrift des Finanzministers oder eines Anderen gedeckt wurde, nur in referirender Form bringt: nach dem und dem da und da veröffentlichten Ueberschlag steht es so und so. Das würden Sie kaum zu verhindern im Stande sein. Die Unterschrift betrachte ich als etwas mehr formelles, es kommt mir auf den materiellen Grundsatz an, ob die Emissionshäuser, wie es im Aktiengesetz auch enthalten ist, für die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns haften sollen hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit der überhaupt gemachten Angaben. Das ist sehr wichtig, ob man diesen Grundsatz nunmehr bestimmt ausspricht, denn er ist heute ja sehr streitig.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte eben fragen, ob es bei der Zweifelhaftigkeit des heutigen Zustandes, nach welcher Richtung man sich wendet, nicht sowohl die Gerechtigkeit gegen die Emissionshäuser, als auch gegen das Publikum erheischt, daß die Verpflichtung, die der Emittent eingehen soll, in der präzisesten Form festgelegt wird.

(Sachv. Christians: Gewiß!)

Ich mache auf die Gefahr aufmerksam, daß, wenn diese Dinge durch den schwankenden Urtheilsspruch der Gerichte erledigt werden sollen, es vielleicht zum Ruin ganz großer Häuser führt, die man vielleicht nicht gerade als besondere Irreleiter oder wollende Irreleiter des Publikums klassifiziren kann. Dann wird ja nachher ein Zustand eintreten, daß sie sich einen Prügelknaben suchen; also es wird ein Emittent auftreten, der vielleicht irgendwo im Keller wohnt und der sagt, ich übernehme jede Verpflichtung, die Ihr wollt. Die eigentlichen Faiseure sitzen also nicht im Keller. Ich meine, das wäre das allerfaulste, was man durch zu rigorose Maßnahmen herbeiführen könnte.

Vorsitzender: Das würde die Emission aber wahrscheinlich erfolglos machen.

(Freiherr von Huene: Auf eine Kelleremission wird niemand zeichnen!)

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Das würde doch gar nicht der Fall sein. Nach der Analogie des

Kellerwechsels konstruire ich einen Kelleremittenten, wobei die Käufer aber sehr potente Leute sind, und es kann ja vielleicht eine ganz vernünftige Emission sein, jedermann weiß das, jedermann weiß, der Mensch im Keller ist nicht der eigentliche Emittent,

(Freiherr von Huene: Ein Sitzemittent!)

der eigentliche Emittent ist das und das große Haus, nur das stellt sich nicht heraus — ja, dann wird wahrscheinlich in der einen oder anderen Weise doch alles das passiren, was jetzt passirt, und nachher haben Sie allerdings einen, den Sie hängen können, oder der wird den Strick nicht werth sein.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das halte ich allerdings für sehr möglich, daß, wenn sich das herausbildet und bekannt wird — es brauchen ja nicht gerade einmal Leute im Keller zu sein, es sind nur Leute, die nicht viel haben, und nun steht darunter: Zeichnungsstelle bei Mendelssohn und Comp., bei der Direktion der Diskontogesellschaft — daß also namentlich, wenn das Publikum anfängt, sich an solche Dinge zu gewöhnen, allerdings durch Umgehung immerhin die Bedeutung solcher Häuser, die nicht verantwortlich sind und doch bei der Sache betheiligt sind, mit zum Ausdruck gebracht wird.

Sachv. **Christians:** Ja, es gehört aber dazu jedenfalls eine richtige Hausseperiode, eine richtige Spekulationsperiode. In solcher würde das möglich sein, das gebe ich auch zu. Aber wenn ein solcher Strohmann vorgeschoben würde, so wäre das doch immerhin ein verdächtiges Moment. Auch heute ist es ja schon in den letzten Jahren mehrfach vorgekommen, daß große Häuser Gründungen gemacht haben, oder nicht unter ihrem Namen, sondern sie haben gewisse Leute vorgeschoben, die haben vor der Oeffentlichkeit die Gründungen und die Emissionen gemacht; einige davon sind schon wieder zusammengebrochen. Ja, man hat es nur nicht zur rechten Zeit erfahren, oder wenn man es erfahren hätte, wäre von Anfang an der Sache ein ganz anderer Stempel aufgedrückt gewesen, als es so war.

Vorsitzender: Ich glaube, gar zu hoch darf man das Bedenken nicht anschlagen. Heute bestehen für Aktien immerhin ähnliche Vorschriften, und doch sind in den letzten Jahren eine Menge von Aktiengesellschaften gegründet. Es mögen ja manche Häuser eben wegen jener Vorschriften von Aktienunternehmungen sich zurückgezogen haben. Andere haben es aber doch nicht gethan.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Meine Frage geht nur dahin: Man kann bestimmen, was man will, oder so klar und so plain, daß der, der die Verpflichtung eingeht, ganz genau ihre Tragweite kennt, wird es nicht möglich sein, und darauf kommt es immer am Ende an. Die Unsicherheit der Tragweite, die Dehnbarkeit des Ausdrucks, das ist nach meiner Meinung das allerschlimmste.

Vorsitzender: Etwas Sichereres aber als die Sorgfalt des ordentlichen Kaufmanns wird man schwerlich finden; man muß annehmen, daß der Ausdruck in seiner Anwendbarkeit auch auf solche Fälle hinreichend klar ist, wie sich das in der Praxis der Gerichte wohl mehr und mehr befestigt.

Freiherr **von Huene:** Ich will blos sagen, da ist doch auch die Korrektur beim Börsenkommissariat. Wenn wirklich ein derartiges Emissionshaus, das im Keller wohnt, um mich so auszudrücken, auftritt, dann glaube ich doch, daß das Börsenkommissariat sich bedenken würde,

eine solche Emission überhaupt zur Notiz zuzulassen, denn dadurch verurtheilt sich die Sache ja van selbst.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will nur bemerken: ich hade einen etwas krassen Ausdruck gedraucht. Ich meine damit ein Emissionshaus, welches schließlich, wenn es zum Spruch kammt, nicht tanti ist.

Vorsitzender (zum Sachverständigen): Würden Sie den Uedernahmepreis im Praspekt angeben lassen?

Sachv. **Christians:** Nein, dafür bin ich nicht. Das hat für das Pudlikum keinen Werth. Wenn man spekulirt, wird man sich dadurch nicht abschrecken lassen. Außerdem ist es doch von dem Emissianshaus zu viel verlangt, daß es den Einkaufspreis nennen soll. Das thut ja kein Kaufmann.

Vorsitzender: Dann ist unter h die Frage, ob es sich empfiehlt, den Prospektenzwang auf alle Konvertirungen und Kapitalserhöhungen auszudehnen?

Sachv. **Christians:** Da würde ich in beiden Fällen undedingt dafür sein.

Vorsitzender: Für Konuertirungen hat man mitunter gemeint, es wäre nicht nöthig, weil es sich ja nur um eine Zinsheradsetzung handle.

Sachv. **Christians:** Ganz recht, und das Papier ist dasselde; ader schau Herr Cohnstädt hat heute Morgen darauf aufmerksam gemacht, und ich schließe mich dem vallständig an, daß es dach eine ganz andere Sache ist, ab ich dasselbe Papier zu 5 Prazent oder zu 3 Prazent Zinsen habe; zu 5 Prozent kann es gut genug sein, zu 3 Prazent aber nicht.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte mich nur einmal infarmiren: wie faßt das Börsenkommissariat seine Aufgabe dezüglich der Qualität der Emissionsfirma auf? Verlangt es denn, daß unter den Emissionsfirmen eine Berliner Firma sein muß oder könnte auch ein Ausländer als Emittent auftreten?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nein, es muß eine Berliner Firma sein.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Der Grund ist nämlich der, daß die Sachverständigenkommission der Regel nach nicht per Korrespondenz verkehrt.

Vorsitzender: Nur mit hiesigen Firmen.

Sachv. **Cohnstädt:** Das ist auch bei uns so.

Vorsitzender: Wir kommen dann zu i:

„Sall eine längere Frist zwischen dem Aushang beziehungsweise der Veröffentlichung des Prospekts in den Zeitungen und dem Erscheinen des Papiers an der Börse liegen müssen?"

Sacha. **Christians:** Ja, dafür bin ich auch. Die Kritik wird uns gerade mit Vorliebe dadurch adgeschnitten, daß man Praspektveröffentlichung und Sudskription a tempo auf einander folgen läßt. Das Publikum hat dann keine Zeit, sich zu informiren, und die Presse, in der es sich zu informiren sucht, hat auch ihrerseits keine Zeit dazu.

Vorsitzender: Erinnern Sie sich bestimmter Fälle in dieser Beziehung?

Sachv. **Christians:** Ich habe sie mir nicht speziell bemerkt, aber sie sind zahlreich; diese Fälle zählen nach hunderten, in denen in den letzten Jahren die Veröffentlichung und die Subskriptian unmittelbar auf einander gefalgt sind. Es ist dei der Gründung von Aktiengesellschaften oftmals vorgekommen, daß heute die Eintragung

in das Handelsregister stattfand, morgen die Prospektveröffentlichung, das war alles schon vorbereitet, und übermorgen die Subskription erfolgte. In Zeit von drei Tagen war die ganze Sache erledigt.

Vorsitzender: Sie würden eine Frist statuiren. Welche würden Sie vorschlagen?

Sachv. **Christians:** Es ist hier von 6—8 Tagen die Rede gewesen, dem schließe ich mich an.

Vorsitzender: Das haben verschiedene kaufmännische Sachverständige auch vorgeschlagen.

Dann kommen wir zu der Frage eines Verbots des Handels per Erscheinen. Darüber sind die Ansichten sehr verschieden.

Sachv. **Christians:** Ja, den Handel per Erscheinen würde ich vor der Subskription verbieten. Nach der Subskription ist es gleichgültig, da mag man doch handeln wie man will; aber vor der Subskription dient der Handel per Erscheinen nur dazu, um das Publikum zu persuadiren.

(Vorsitzender: Zu zeichnen?)

Zu zeichnen.

Vorsitzender: Es soll auch auf die Zutheilung einen gewissen Einfluß gehabt haben.

Sachv. **Christians:** Gewiß, auch das.

Vorsitzender: Geschäfte, die in der Zwischenzeit von der Zeichnung bis zur Zutheilung gemacht werden, können nicht mehr zur Zeichnung stimuliren, sie sind nicht mehr in der Absicht gemacht, irgend jemanden zu bestimmen, sich dabei zu betheiligen. Aber es sind oft spekulative Geschäfte, die sogar mitunter von den Zeichnungsstellen selbst ausgehen und nach deren Ausfall sich das Resultat der Zutheilung ändert.

Sachv. **Christians:** Ja wohl, es ist mitunter Mißbrauch damit getrieben worden.

Vorsitzender: Aber Sie würden den nicht für so stark halten, daß man den Handel per Erscheinen überhaupt verbieten sollte?

Sachv. **Christians:** Ich glaube nicht, daß da ein Verbot nöthig ist, denn das Geschäft per Erscheinen entwickelt sich erfahrungsgemäß immer vor der Zeichnung. Wenn es bis zur Zeichnung nicht geschehen ist, dann erfolgt nach der Zeichnung gewöhnlich auch kein Geschäft per Erscheinen mehr.

Vorsitzender: Wer kaufen will, kann die Effekten im Wege der Subskription bekommen?

Sachv. **Christians:** Ja wohl!

Geheimer Kommerzienrath **Diffené:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen nur darüber befragen, ob er nicht der Meinung ist, daß unter Umständen ein solcher Handel per Erscheinen einen ganz reellen Grund haben kann. Ich weiß z. B., in diesem Moment besteht große Stimmung für ein Papier, wenn ich mich an der Zeichnung betheiligen will, so werde ich vielleicht, um 20 000 zu bekommen, 30 oder 40 000 zeichnen müssen. Dem will ich mich nicht aussetzen, ich wende mich deshalb an den Bankier, dem ich sehr gern ein kleines Agio gebe, um dieser Nothwendigkeit enthoben zu sein. Das wird aber unmöglich gemacht, wenn Sie den Handel per Erscheinen vollständig verbieten. Ich möchte also zur Erwägung geben, ob nicht von dem Gesichtspunkte aus die Zulassung dieses Handels in Betracht gezogen werden könnte.

Sachv. **Christians:** Nein, Sie fassen die Sache von Ihrem individuellen Standpunkt auf. Wenn Sie sie aber von dem Standpunkt der Allgemeinheit auffassen, so müssen Sie zugeben, daß Ihr Standpunkt doch unrichtig ist, denn wenn viele Leute mit demselben Verlangen kommen, so ist die Erfüllung dieses Verlangens einfach unmöglich, weil ein bestimmter Betrag des Papiers nur vorhanden ist. Nehmen Sie an, es sind überhaupt von dem Papier 10 Millionen da, und Sie kommen mit 20 000, ein anderer mit 50 000 u. s. w., so kann auf diese Weise per Erscheinen ein zehnfacher Betrag verlangt werden, und gerade in dieser Beziehung ist, glaube ich, dieser Handel per Erscheinen schädlich, daß dadurch eine unendliche Agiotage hervorgerufen wird, die zur Zeichnung stimulirt.

Geheimer Kommerzienrath **Dissené:** Ja, ich kann nicht einsehen, daß das ein einseitiger Standpunkt sei. Wir stellen hier das anlagesuchende Publikum gegenüber demjenigen, der an der Börse spekulirt. Nun sagen Sie, es könnten auf diese Art Ueberzeichnungen entstehen; das glaube ich nicht. Ich glaube, daß diejenigen, die mit der reellen Absicht kommen werden, Erwerbungen zu Anlagezwecken zu machen, so große Summen nicht in Anspruch nehmen werden, denn für die gedachten Zwecke ist der Begehr doch stets ein begrenzter.

Sachv. **Christians:** Aber das Interesse ist fast immer ein spekulatives.

(Widerspruch des Geheimen Kommerzienraths Dissené.)

Sie sagen, Sie wollen 10 000 kaufen. Schön. Sie wollen sie auch anlegen, wollen sie wirklich erwerben. Sie wollen sicher sein, daß Sie den bestimmten Betrag bekommen, diese Sicherheit haben Sie bei der Zeichnung nicht. Nun kaufen Sie per Erscheinen. Nun nehmen Sie den Fall an, es sind viele solcher Leute vorhanden, die dasselbe Interesse haben, wie Sie, jeder will das Effekt ehrlich erwerben und behalten, aber es ist nicht so viel von dem Papier vorhanden! — thatsächlich ist ja aber die Sache so, daß dieser Fall, den Sie supponiren, verschwindend selten vorkommt. Die Regel ist, daß das Geschäft per Erscheinen nur von Spekulanten gemacht wird.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich meine, das wollten Sie doch nicht verbieten, daß außerhalb der Börse privatim solche Geschäfte gemacht werden können?

Sachv. **Christians:** Nein, durchaus nicht. Wir sprechen hier nur von Börsenpapieren, nicht von Waaren.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte noch einmal fragen, ob das Verbot des Handels per Erscheinen in Ihrem Sinne (zum Sachverständigen) heißt, es soll dafür weder eine Kursnotiz stattfinden, noch sollen die vereideten Makler ihre Mitwirkung dazu leihen?

Sachv. **Christians:** Ich meine beides.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Sie meinen, das sind die beiden Formen, in denen dieses Verbot wirksam gemacht werden soll?

Sachv. **Christians:** Ganz recht, ich meine beides.

Vorsitzender: Dieser Befürchtung wird beträchtlich dadurch entgegengewirkt, daß bei dem Verlangen nach solchen Papieren doch immer hinreichend Verkäufer da sein müssen,

(Sachv. Christians: Spekulanten sind von beiden Sorten immer da!)

die da glauben, daß ihnen bei der Zutheilung ein entsprechender Betrag zufallen wird oder daß sie im Stande sein werden, sich in anderer Weise zu decken.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es ist ja das eine ganz bekannte Form, sich für die vermuthete Quote den Kurs zu sichern. Also bei der Emission von Reichsanleihen und Staatsanleihen haben eine Menge Leute per Erscheinen verkauft, die nachher gezeichnet haben. Die haben nun in ihrem Haupt eine Art Kalkulation angestellt: wieviel wirst Du wohl auf Deine Zeichnung bekommen. So viel haben sie verkauft und haben also, da sie den Emissionskurs kannten oder ziemlich genau kannten, sich gesagt: auf diese Weise machen wir eigentlich ein ganz nettes Geschäft. Wir haben gar nichts Böses gethan.

Sachv. **Christians:** Nein, es ist ja ein einfaches Geschäft. Reichsanleihe wurde zu 84 aufgelegt und stand sofort auf 86½. Ja, da sind Millionen und Millionen per Erscheinen verkauft worden. Man zeichnete in vielen Einzelbeträgen eine große Summe und dachte, 50 Prozent werde ich doch bekommen.

Vorsitzender: Daß das Ansinnen an die Emissionshäuser gestellt wird, sie möchten etwas Festes zusichern, kann ich aus eigener Erfahrung bestätigen. Bei Reichsanleihen kammen oft dutzendweise Zeichnungen vor mit dem Wunsche, daß ihnen der Betrag fest gesichert werden möge.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Und wenn man genau zusieht, wird man finden, daß das nicht immer bloß Börsianer sind, die die Bitte um feste Zutheilung ausgesprochen haben.

Vorsitzender: Nein, z. B. auch große ausländische Häuser. ....

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Die kommen überall hin.

Sachv. **Christians:** Die kommen überall hin, ja wohl.

Vorsitzender: Das war der letzte Punkt, der die Zulassung angeht.

Wir kommen nun zu dem großen Gebiet des Terminhandels.

Sachv. **Christians:** Herr Präsident, ich hatte in Anregung gebracht, einige Zusätze zu den leitenden Gesichtspunkten zu machen.

Vorsitzender: Haben Sie es formulirt?

Sachv. **Christians** (seine Vorschläge überreichend): Sollten Sie eine nähere Begründung haben wollen, so bin ich dazu bereit.

Vorsitzender (liest):

„Die für das Emissionsgeschäft von dem Börsenkommissariat der Berliner Fondsbörse aufgestellten leitenden Gesichtspunkte sind für alle deutschen Fonsbörsen verbindlich zu erklären."

In welcher Weise wollen Sie das erreichen?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich glaube, das haben Sie (der Sachverständige) bereits dargelegt.

Vorsitzender: Und eine weitere Erläuterung wird nicht gewünscht? Haben Sie (zum Sachverständigen) bedacht, in welcher Form die Genehmignng erreicht werden soll?

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ja, das haben wir bereits besprochen.

Sachv. **Christians:** Aber dann war noch eins. Herr Cohnstädt hat den Standpunkt der Presse zur Sprache gebracht und hat da eine Erweiterung des Schutzes gewünscht, der der Presse durch den § 193 des Strafgesetzbuchs eingeräumt ist. Da meine ich auch, daß es durchaus berechtigt wäre, daß die

Presse einen derart erweiterten Schutz erhält. Mir hat auch einmal ein höherer Richter hier am Kammergericht, der diese Sachen speziell verfolgt, klar gemacht, daß die Presse — und das ist ja beim Reichsgericht verschiedentlich verlangt worden — sich über ihr Recht, über eine Sache zu sprechen, ausweisen solle; es müßte Jemand ein Mandat von einem anderen nachweisen, der ihn dazu veranlaßt hätte, das und das zu schreiben. Ja, das ist doch schließlich nicht mehr die freie Presse!

Vorsitzender: Der Gesichtspunkt ist ja hier sehr leicht zu erkennen. (Zum Sachv. Cohnstädt) Das ist Ihr Vorschlag?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja wohl, doch nicht in erster Linie. In erster Reihe habe ich mir erlaubt vorzuschlagen, daß der Paragraph so deklarirt und vielmehr in der gerichtlichen Praxis so verfahren würde, wie ich damit meine, daß also, sofern die Fachpresse das, was öffentlich hervortritt, kritisirt, sie dann den Schutz der Wahrung berechtigter Interessen in Anspruch nehmen soll.

Vorsitzender: Ist in letzterer Beziehung in der Gerichtspraxis nicht mitunter ein einseitiger Standpunkt hervorgetreten?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, der Schutz wird in der Regel versagt.

Sachv. **Christians:** Es ist thatsächlich vorgekommen, daß beim Reichsgericht sogar gesagt worden ist: Du Redakteur hast Dich hier auszuweisen, daß Du den Auftrag hattest, dafür einzutreten.

Vorsitzender: Nun, das kann ja auch ad notam genommen werden.

Wollen Sie (zum Sachv. Cohnstädt) sich nun über den Werth des Terminhandels im allgemeinen äußern?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, da möchte ich gleich voranschicken, daß ich ausführlich über die Frage der Emission habe sprechen können, weil ich da auf Grundlage von Erfahrungen eine gewisse Sachkenntniß in Anspruch nehmen darf. Wenn es sich aber um Fragen von mehr historischem Inhalt oder mehr technischer Art handelt, so darf ich wohl mich kurz fassen, wo ich nicht in Anspruch nehmen kann, eine spezielle Sachkenntniß aber wenigstens mehr, als Jeder aus dem Publikum zu haben. Ich glaube also im allgemeinen, daß der Terminhandel überall allmählich entstanden ist und sich als Bedürfniß herausgestellt hat, und wenn man ihn abschaffen wollte, würde das eine Gefährdung der ganzen wirthschaftlichen Thätigkeit geben.

Dann ist gefragt, welche Erwerbsgruppe oder welche anderen Klassen der Bevölkerung sich vorzugsweise bei dem Terminhandel betheiligen. Ja, es betheiligt sich die Fondsbörse und es ist für die Fondsbörse von außerordentlichem Werth; es ist für den Produktenmarkt von allergrößtem Werth; heute, wo wir Weltwirthschaft betreiben und von allen Welttheilen die Sachen herangeholt werden müssen, ist es nöthig. Es ist für die Industrie nöthig, sie bedarf des Terminhandels, gerade wenn sie recht solide sein, wenn sie die Spekulation vermeiden will. Es würde im vorigen Jahre die Brotversorgung Deutschlands außerordentlich schwierig gewesen sein, wenn nicht die Spekulation durch den Terminhandel gerade rechtzeitig angekauft hätte. Es würden sonst die Preise sich nach viel maßloser gesteigert haben.

Nachtheile sind ja selbstverständlich mit dem Terminhandel verbunden, wie mit jeder Einrichtung, sie würden aber ganz gewiß durch die Abschaffung des Terminhandels nicht zu beseitigen sein. Heftige Preisschwankungen sind

nach meiner Wahrnehmung auf dem Komptant-Markte größer, als im Terminhandel, aus dem einfachen Grunde, weil der Terminhandel an den Börsen der ganzen Welt stattfindet, der Markt also ein großer ist, und je größer der Markt ist, desto leichter kann die Gegenpartei wirksam eingreifen und desto schwieriger ist es, heftige Preisschwankungen ganz willkürlich herbeizuführen. Die Schwänze, die ja in Deutschland sehr selten oder gar nicht vorkommt, ist im komptanten Handel gerade so gut möglich, das Festlegen von Vorräthen, das Einsperren, die Verführung des Publikums, alles das vollzieht sich gerade so gut im komptanten Verkehr wie im Terminhandel, und diese Nachtheile würden also, wenn die betreffenden Artikel nur auf sofortige Lieferung gegen Kasse gehandelt würden, ebenso auftreten. Man brauchte die Lieferung nur auf lange Sichten und auf lange Termine einzuführen, dann wäre es wieder das Gleiche.

Das sind wohl alles Gesichtspunkte, die den Herren sehr oft vorgeführt worden sind.

Ich mache darauf aufmerksam, daß Wien z. B. früher nur zweimal wöchentlich arrangirt hat und jetzt Ultimoarrangement hat, also Terminhandel auf 4 Wochen. Dort sind die Wahrnehmungen der praktischen Geschäftswelt — das ist mir von vielen Seiten bestätigt worden —, daß der Geschäftsverkehr solider wurde aus dem einfachen Grunde, weil der, der für zwei, drei Tage für hinreichend gut gehalten wurde, nicht für 4 Wochen für gut gehalten wird. In Newyork existirt kein Terminhandel an der Fondsbörse, und wo sind denn wildere Ausbeutungen vorgekommen als gerade in Newyork? Man macht das in Newyork ganz einfach. Man umgeht es, man kauft per Kasse und prolongirt die Sache zu Zinssätzen zuweilen von 1/4 Prozent pro Tag, zuweilen selbst von 1/2 Prozent. Also ich glaube, wenn wir heute den Terminhandel absolut streichen würden, was ich für außerordentlich nachtheilig, für eine sehr starke Gefährdung des Handels halten würde, daß damit gar nichts geholfen wäre, daß die Spekulation sich dann ebensogut im komptanten Verkehr zeigen würde.

Vorsitzender: Sie werden aber anerkennen, daß der Terminhandel nicht überall Bedürfniß ist, wo er sich jetzt eingeschlichen hat. Deshalb ist von manchen Seiten eine Einschränkung nach dieser Richtung vorgeschlagen. Würden Sie nun einen von den hier gemachten Vorschlägen für gut halten?

Sachv. **Cohnstädt:** Da möchte ich darauf aufmerksam machen, daß das Bedürfniß ein wechselndes ist. Es kann sehr leicht sein, daß ein Papier, sagen wir eine Aktie, heute ein gewisses Bedürfniß für den Verkehr ist. Ich bin — das hatte ich heute früh schon die Ehre, zu bemerken — dafür, daß man nicht die Börse unter zu starke polizeiliche Aufsicht und allzuweitgehende Einschränkungen stellt. Es kommt ja im wesentlichen in diesen Dingen nicht so sehr viel auf den Rahmen an, die Hauptsache ist, was in dem Rahmen sich bewegt. Wird Mißbrauch getrieben mit dem Terminhandel in einem Papier, und wird der Terminhandel mit diesem Papier nicht zugelassen, so kann eben der Mißbrauch sich auf ein anderes Papier stürzen und wird dann gerade so betrieben werden können.

Ich glaube auch nicht, daß man ein für alle Mal ein Mindestkapital wird feststellen können, weil auch dies wechselt; aber ich bin allerdings wieder der Meinung, daß man zu kleine Summen nicht zulassen sollte. Es sind an der Berliner Börse in den letzten Jahren Ultimo-Notirungen in ein oder zwei Fällen, glaube ich, bewilligt

worden, wo man doch zweifelhaft gewesen ist, und wo man wohl angesichts der Erfahrungen, die gemacht worden sind, heute nicht mehr bewilligen würde. Man ist auch an der Berliner Börse, meines Erachtens ganz mit Recht, insoweit vorsichtiger geworden, als man sagt, erst zeigt einmal, wie der Terminhandel in diesem Papier aussehen wird, treibt erst einmal diesen Terminhandel ein Zeitlang, wenn er sich bewährt, wenn das Interesse groß genug ist, wenn das nicht eine künstliche Züchtung, sondern ein Bedürfniß ist, so werden wir ihn nachher genehmigen. Das ist also eine provisorische Genehmigung, und es sind ja wohl auch Fälle vorgekommen, wo das nachher wieder zusammengeschrumpft ist und aufgehört hat und dann natürlich nicht bewilligt wurde.

Vorsitzender: Würden Sie ein allgemeines Verbot für bestimmte Gattungen von Papieren empfehlen? Es ist in der Presse angeregt, Industrieaktien, Bankaktien u. dgl. m. ganz auszuschließen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich sehe dafür keinen Grund. Ich halte es für ganz gut, daß die hervorragenden Banken, wie das seit Jahrzehnten der Fall ist, gewissermaßen leitende Papiere geworden sind, und folglich der Börsenterminhandel darin ein Bedürfniß geworden ist, und ich würde ebensowenig gewisse Kategorien von fest verzinsbaren Papieren ausschließen. Es spricht ja sehr viel dafür, derart fest verzinsbare Papiere, wie es bei Konsols der Fall ist, zum Zeithandel zuzulassen; in Frankreich und in England ist dasselbe der Fall.

Vorsitzender: Und Bergwerkspapiere?

Sachv. **Cohnstädt:** Auch da giebt es so hervorragende, daß es wohl von Werth sein kann und wird, sie auf Zeit handeln zu können, und ich wiederhole, daß das Zeitgeschäft immer ein gewisses Sicherheitsventil ist.

Vorsitzender: Das Spielgeschäft hat sich aber auf eine gewisse Sorte von Papieren, wie Bankaktien u. s. w. besonders geworfen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, aber wenn das nicht der Fall wäre, würde es sich auf andere werfen.

Vorsitzender: Es würde aber wahrscheinlich nicht so leicht sein, weil die Schwankungen schon wegen der Natur der anderen Papiere nicht so groß sind; für das Börsenspiel liegt ein besonderer Anreiz vor bei solchen Papieren, die starken Kursschwankungen unterliegen. Das ist wohl unleugbar?

Sachv. **Cohnstädt:** Jawohl, und es würden die Kursschwankungen stärker werden, wenn diese Papiere dann mit Vorliebe gewählt würden.

Vorsitzender: Das wäre natürlich auch ein Nachtheil.

Sachv. **Cohnstädt:** Der aleatorische Charakter der Papiere macht sie allerdings mehr geeignet zu Spekulationsobjekten, aber wir sehen, daß man auch sehr flott spekuliren kann in Geschäften, die nicht ihrer Natur nach aleatorisch sind, wie z. B. in Paris mit Renten und auch bei uns mit ganz soliden Bank- und Industrieaktien.

Vorsitzender: Also Sie würden keine Einschränkungen empfehlen.

Wir können gleich zum Differenzhandel übergehen, der doch sehr nahe damit verwandt ist, also zu Nr. 7:

> „Giebt es Merkmale, wonach sich der reelle Terminhandel von dem bloßen Differenzgeschäft unterscheidet?“

Sachv. **Cohnstädt:** Das wird wohl sehr oft besser dargelegt sein, als ich es kann, daß Kriterien nicht zu finden sind, die das Differenzspiel von dem reellen Terminhandel unterscheiden. Es muß ja der solide, der reelle Terminhandel sehr oft so geregelt werden, daß nur die Differenz bezahlt wird.

Vorsitzender: Aber wenn verabredet ist, daß nur die Differenz bezahlt werden soll, würden Sie das nicht als ein hinreichendes Kennzeichen erachten? Es giebt ja stillschweigende Verabredungen, wo aus den Umständen, aus dem ungenügenden Vermögensstand u. s. w. gefolgert werden kann, die Absicht ist niemals auf reelle Erfüllung gegangen, und daran könnte man die Nichtigkeit schließen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ja wohl, das ist ja heute schon die Praxis der Gerichte, und wenn die Gerichte feststellen, daß ausdrücklich die Differenzzahlung vereinbart worden ist, so werden sie heute das schon als Spiel und Wette betrachten und das als nichtig erklären. Wenn die Richter herausfinden, daß das die Absicht gewesen ist, auch ohne daß man es ausdrücklich vereinbart hat, so entschließen sie sich auch heute schon, es als nichtig zu erklären und wenn diese Voraussetzung zutrifft, halte ich das auch für berechtigt; allerdings wird dem Richter da eine Aufgabe gestellt, die außerordentlich schwer ist. Er soll die Absicht retrospektiv erkennen. Es ist dieser Tage ein Urtheil des Reichsgerichts durch die Blätter gegangen, ohne genaue Bezeichnung allerdings — ich nehme aber an, daß das Referat richtig war —: darnach war in einem bestimmten Falle sogar die effektive Lieferung vorbehalten, und das Reichsgericht hat es doch für ungültig erklärt, weil es gefunden hat, daß dieser Vorbehalt eben nur eine Täuschung war. Es handelte sich darum, daß ein Vermittler, ein Agent einem Bankier eine große Menge ganz kleiner Leute zugeführt hat und ihre Ordres unterschrieben und mit ihnen ausdrücklich verabredet hat, daß effektive Lieferung stattfinden soll.

Vorsitzender: Wahrscheinlich um den Einwand zu beseitigen.

Sachv. **Cohnstädt:** Um dem vorzubeugen. Das Reichsgericht hat dies trotzdem für ungültig erklärt. Nun muß ich allerdings sagen, daß eine sehr große Gefahr darin liegt, wenn man darin zu weit gehen würde. Es liegt darin gerade eine Verlockung zum Börsenspiel, denn soweit man das Recht hat, hinterher zu sagen, es ist ein Differenzspiel gewesen, ist man ja dann in der Lage, den Gewinn einzustecken und die Auszahlung des Verlustes zu verweigern. Das ist das Unsolideste, was man sich denken kann.

Vorsitzender: Aus dem Gesichtspunkte ist von manchen Herren ja empfohlen worden, diesen Einwand abzuschneiden und zu sagen, er ist überhaupt nicht zulässig bei Geschäften, die nach den allgemeinen Bedingungen der Börse gemacht sind. Würden Sie so weit gehen?

Sachv. **Cohnstädt:** Also den Einwand überhaupt nicht zuzulassen?

(Vorsitzender: Gegen Börsengeschäfte!)

Das scheint mir doch sehr weitgehend zu sein, so lange das Gesetz Spiel und Wette überhaupt für nichtig erklärt. Hat das Geschäft den Charakter des Spiels an sich, so ist das ganz gleich, ob das ein Zeitgeschäft ist, oder ob es eine reine Wette gewesen ist.

Vorsitzender: Ich habe hier die Bedingungen eines Bankgeschäftes vor mir, die offenbar auch in der Absicht

abgefaßt sind, den Einwand von vornherein abzuschneiden, die ganz charakteristisch scharf festgestellt sind. Es heißt darin:

„Die verhandelten Werthpapiere müssen effektiv geliefert und gegen Zahlung des Kaufpreises persönlich oder durch eine dritte Firma bezahlt und abgenommen werden. Eine bloße Berechnung der Differenz nach dem Kurse des Stichtages findet unter keinen Umständen statt."

(Heiterkeit.)

Das ist sehr schlau gefaßt; es erschwert natürlich dem Richter ungemein, zu sagen: ungeachtet solcher Bestimmungen ist stillschweigend doch die Absicht dahin gegangen, daß nur die Differenz gezahlt werden soll.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte einmal die Frage an den Herrn Sachverständigen richten: Ist das diese Reichsgerichtsentscheidung, die Sie meinen (dem Sachverständigen ein Schriftstück vorhaltend)?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja. Ist das Referat nicht korrekt?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Die Sache fällt mir auf. Ich glaubte, das gesammte Material, das bis zu diesem Tage gekommen ist, zu beherrschen. Ich werde der Sache einmal weiter auf den Grund gehen. Ich bemerke aber übrigens: der Fall liegt doch nicht so, daß, möchte ich sagen, absichtlich, um es zu verschleiern, speziell vereinbart worden war, es soll geliefert werden, sondern es ist nichts weiter, als ein Geschäft nach Schlußscheinen, und da ist nur gesagt worden: ja, daß Ihr den Schlußschein unterschrieben habt, hindert uns nicht, anzunehmen, daß es doch blos ein Differenzgeschäft war, wenn auch der Schlußschein von effektiver Lieferung spricht.

Sachv. **Cohnstädt:** Daß es richtig gewesen wäre?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Jawohl, solche Fälle sind öfter vorgekommen.

Vorsitzender: An die eben von mir aus gewissen Geschäftsbedingungen mitgetheilte Bestimmung schließt sich folgende an:

„Eine Verlängerung der Lieferzeit findet in der Weise statt, daß wir den Verkauf der abzunehmenden, beziehungsweise den Ankauf der zu liefernden Papiere und den Abschluß eines neuen, dem ersten entsprechenden Geschäftes per ultimo des nächsten Monates bewirken, und soll in diesem Falle der Verkauf beziehungsweise der Ankauf und das neue Geschäft als zu dem für den laufenden Monat amtlich festgestellten Liquidationskurse unter Berücksichtigung des Reports oder Deports abgeschlossen gelten, jedoch unbeschadet unseres Rechts, die Ausführung der Prolongation abzulehnen."

Sachv. **Cohnstädt:** Dann muß die Differenz regulirt werden; es wird entweder prolongirt oder es muß regulirt werden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dadurch, daß man die effektive Lieferung prolongirt, hört sie auf, eine effektive Lieferung zu sein.

Vorsitzender: Würden Sie andere Bestimmungen in der vorliegenden Richtung gutheißen? Sollen z. B. besondere Bestimmungen getroffen werden, welche den Terminhandel mit Privatpersonen irgendwie beschränken?

Sachv. **Cohnstädt:** Das halte ich für ganz unausführbar, den Privatpersonen den Terminhandel zu verbieten. Das würde dahin führen, daß nur in das

Handelsregister eingetragene Firmen Zeitgeschäfte machen dürfen, aber diejenigen, welche jetzt in Differenzgeschäften spekuliren, würden dann davor nicht zurückscheuen, die Eintragung ihrer Firma für eine Kleinigkeit zu bewirken. Es kommt auf dasselbe hinaus.

Vorsitzender: Und der Terminhandel mit Handelsangestellten?

Sachv. **Cohnstädt:** Da bin ich dafür — daß Handelsangestellte — und zwar sage ich das im weitesten Sinne — daß Handelsangestellte Termingeschäfte überhaupt nicht zu machen brauchen; das soll ausgeschlossen sein. Aber ganz zu verbieten, daß sie Geschäfte machen, das geht nicht. Ich glaube, daß es nicht möglich sein wird, Geschäftsabschlüsse der Handelsangestellten absolut zu verhindern. Ich meine, daß es genügen würde, wenn es Handelsangestellten gestattet ist, Komptantgeschäfte zu machen, aber durch ihre Firma, wenn sie durch ihre eigene Firma unter Aufsicht ihres Prinzipals Geschäfte machen; sie geradezu zu verbieten, würde ich für undurchführbar halten.

Vorsitzender: Es ist die Vorschrift des Art. 56 des Handelsgesetzbuchs, daß die Handelsgehülfen nur mit Einwilligung des Chefs Geschäfte machen dürfen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich würde in der That weiter nicht gehen, aber wir könnten ja einen Paragraphen schaffen, in dem wir denjenigen, der mit solchen Angestellten arbeitet, bestrafen. Da muß man freilich nicht über das Ziel hinausschießen, denn die Strafe wird immer in einem gewissen raisonablen Verhältniß zu dem Vergehen stehen müssen. Es würde nicht berechtigt sein, Personen, die mit Angestellten arbeiten, blos deshalb ohne besondere erschwerende Umstände mit Gefängniß oder ähnlichen Strafen zu belegen. Die Entfernung von der Börse würde vielleicht schon weit gehend genug sein. Aber es giebt doch noch Zwischenstufen und nun entsteht weiter die Frage: Soll in allen Fällen die Firma strafbar sein, die mit den Handelsangestellten gearbeitet hat? Es ist meines Erachtens eine Frage, die wohl zu verneinen ist, schon deshalb, weil der Angestellte vielleicht der Firma verschweigt, daß er Handelsangestellter ist. Oder er giebt auf die Frage, was er ist, eine unrichtige Auskunft, so daß die Firma gar nicht wissen kann, daß er Angestellter ist.

Vorsitzender: Aber es müßte ihnen jedenfalls untersagt werden, Zeitgeschäfte zu machen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube, daß es den Handelsangestellten untersagt sein müßte, für sich Geschäfte an der Börse zu machen.

Vorsitzender: Würden Sie die Genehmigung des Chefs auch bei anderen als Handelsangestellten erfordern? Es kommen nicht blos Angestellte von Bankiers in Betracht, sondern auch solche von Sparkassen, Geldinstituten u. s. w., die an der Börse spielen.

Sachv. **Cohnstädt:** Das sind auch Bankgeschäfte, auch hier könnten die Angestellten bei ihrer eigenen Firma solche Geschäfe machen.

Vorsitzender: Das würden die städtischen Sparkassen doch kaum besorgen können.

Sachv. **Cohnstädt:** Wünschenswerth wären ähnliche Bestimmungen allerdings, denn hier sind dieselben Mißstände zu Tage getreten.

Vorsitzender: Würden Sie diese Bestimmungen ausdehnen auf andere Leute, wie Kassenbeamte, Materialienverwalter, die nicht Handelsangestellte sind, die aber denselben Verführungen ausgesetzt sind?

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, doch ich muß darauf aufmerksam machen, daß es kaum möglich sein wird, diese Vorkommnisse ganz zu verhindern. Ich kann nicht, wenn ich Bankier in Berlin bin, wenn jemand mir von auswärts einen Auftrag giebt, sogleich wissen, ob das ein Kassenbeamter ist, und ich halte eine solche Bestimmung nicht für alle Fälle ausführbar.

Vorsitzender: Bei den Geschäften mit Handelsangestellten kann gegen diese nach dem Handelsgesetzbuch Art. 64 Nr. 2 die Aufhebung des Dienstverhältnisses ausgesprochen werden. In anderen Fällen bleibt nur die Aufnahme einer Bestimmung in den Dienstvertrag übrig oder eine gesetzliche Vorschrift, wonach dergleichen Geschäfte für nichtig erklärt werden.

Sachv. **Cohnstädt:** Das würde ich für sehr bedenklich halten. Man darf darin nicht zu weit gehen. Denn eine derartige Nichtigkeit würde gerade zum Spiel verleiten, wenn der Angestellte weiß, daß er den Gewinn einstecken darf und im Verlustfall nicht zu zahlen braucht.

Vorsitzender: Dann ist die Frage (Unterfrage c) gestellt, ob die Prämiengeschäfte als Börsenspiel zu verbieten sind.

Sachv. **Cohnstädt:** Durchaus nicht. Ich halte sie im Gegentheil, obwohl auch darin sehr gesündigt werden kann, doch für solider als das Spiel mit festen Stücken. Es ist zweifellos, daß das Prämiengeschäft eine Rückendeckung bietet, und gerade derjenige, der solid arbeiten will, bedarf der Prämie, um sich zu sichern.

Vorsitzender: Die verschiedenen Fälle der Prämiengeschäfte sind hier näher erörtert worden. Es sind uns solche Fälle angeführt worden, in denen das Prämiengeschäft einem wirthschaftlichen Bedürfniß entsprach.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich bin ganz der Meinung.

Vorsitzender: Aber es können auch vielfache Mißbräuche damit getrieben werden?

Sachv. **Cohnstädt:** Sicher nicht mehr als mit dem Spiel mit festen Stücken auch. Ich halte sie wirthschaftlich nicht für gefährlicher.

Vorsitzender: Gerade deshalb wird das Prämiengeschäft auch empfohlen. Liegt darin aber nicht eine Verführung zum Börsenspiel?

Sachv. **Cohnstädt:** Andernfalls würden die Leute feste Stücke kaufen, wenn sie spielen wollen.

Vorsitzender: Dann würden Sie auch nicht dafür sein (Unterfrage d), daß der Differenzhandel unter Strafe gestellt wird?

Sachv. **Cohnstädt:** Es wäre zwecklos, weil jemand, der spekuliren will, sich dadurch nicht abhalten lassen wird, auch schon deswegen, weil das reelle Termingeschäft von dem Differenzhandel nicht geschieden werden kann.

Vorsitzender: Aber die Konkursordnung hat den Begriff: Differenzhandel.

Sachv. **Cohnstädt:** Was Differenzhandel aber ist, das läßt sich nicht feststellen. Wenn ich aber glaube, daß sich das nicht unterscheiden läßt, so folgt daraus, daß ich den Differenzhandel selbst nicht unter Strafe stellen kann.

Vorsitzender: In bestimmten Fällen wäre doch eine Unterscheidung möglich. Die Gerichte helfen sich auch, wenn es sich um Differenzgeschäfte eines Konkursirer handelt, da ja im Falle einer Zahlungseinstellung der Differenzhandel unter Strafe gestellt ist.

Sachv. **Cohnstädt:** Es darf nicht übersehen werden, in diesem Fall folgert das Gericht aus den Büchern, daß der Konkursirer Differenzhandel getrieben hat. Da hat es Anhaltspunkte, sich zu überzeugen, daß das der Fall war. Aber man wird nicht annehmen können, daß in jedem Fall, wo solche Geschäfte zur Kenntniß gebracht werden, die Bücher nachgeschlagen werden sollen, wo die Geschäfte vielleicht jahrelang zurückgehen. Das würde zu einer Last führen, die man dem Gericht nicht zumuthen kann.

Vorsitzender: Dagegen ist erinnert worden, daß man dann den unglücklichen Differenzspieler bestraft, den glücklichen aber laufen läßt.

Sachv. **Cohnstädt:** In dem zweiten Fall nennt er das nicht mehr Differenzspiel, sondern „solides Termingeschäft".

(Heiterkeit.)

Vorsitzender: Dann kämen wir zu der Frage, ob nach Analogie des Wuchergesetzes diejenigen bestraft werden sollen, welche unter wissentlicher Benutzung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit eines Andern für diesen oder mit diesem Termingeschäfte abschließen oder ihn dazu verleiten.

Sachv. **Cohnstädt:** Das ist eine schwierige Frage. Auf den ersten Blick wird man geneigt sein, die Frage zu bejahen. Es sind in den Blättern viele Fälle berichtet, die den Wunsch nach einer solchen Bestimmung rege machen. Ich entsinne mich, gelesen zu haben, daß ein Zimmermann um sein ganzes Vermögen von 9 000 Mark gebracht ist durch Spielen in Spiritus, Roggen, Weizen.

Vorsitzender: Es sind auch viele andere Fälle bekannt, wo unselbstständige und ungebildete Personen ihr Vermögen verspielt haben, z. B. Hausknechte, Portiers u. s. w. Ich erinnere auch an den Fall Bock.

Sachv. **Cohnstädt:** In solchen Fällen bin ich sehr geneigt zu verlangen, daß derartige grobe extreme Fälle strafbar sein sollen. Aber ich glaube, daß die Fassung eine sehr vorsichtige sein müßte, vorsichtiger als die Fassung der Frage, wo es heißt „der die Unerfahrenheit und den Leichtsinn eines andern benutzt". „Eines andern", das ist viel zu weitgehend. Dann könnte schließlich auch jemand, der an der Börse Geschäfte gemacht hat, sagen: Du hast das und das mit mir gehandelt, Du hättest mir anmerken müssen, daß ich leichtsinnig oder unerfahren bin.

Vorsitzender: Da würde man kaum den Thatbestand als gegeben ansehen können, wenn zwei Leute, die auf dem gleichen Niveau stehen, solche Geschäfte mit einander machen. Die Fassung der Frage ist etwas allgemein, sie hat sich aber der des Wuchergesetzes angeschlossen. Daß es strafbar sein sollte, wenn andere zu so gefährlichen Geschäften verlockt werden, ist von vielen Sachverständigen zugegeben worden.

Sachv. **Cohnstädt:** Gewiß. Aber die Fassung muß eine sehr vorsichtige sein, sonst liegt da eine große Gefahr vor. Jemand, der verloren hat, glaube ich, würde sich nicht genieren, offen auszusprechen, daß der andere ihn verlockt, seinen Leichtsinn oder seine Unerfahrenheit ausgebeutet hat.

Vorsitzender: Von verschiedenen Seiten ist angeregt worden, das Kriterium der Gewohnheitsmäßigkeit oder Gewerbemäßigkeit anzunehmen. Dabei ist erörtert, ob dann auch der Civilrichter in der Lage sein würde, auf Ungültigkeit des Geschäfts erkennen zu können.

Sachv. **Cohnstädt:** Gewerbsmäßigkeit? Dann verlangt man von den Gerichten, daß sie nicht nur den einen Fall, sondern auch die vorhergehenden Fälle von Verleitung zum Spiel zu prüfen haben.

Vorsitzender: Der Staatsanwalt würde danach zu suchen haben. Aber auch schon ein einziger Fall kann so charakteristisch sein, daß aus ihm die Voraussetzung der Gewohnheitsmäßigkeit entnommen werden kann.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube, daß das außerordentlich schwierig wäre.

Vorsitzender: Aber nicht unmöglich.

Sachv. **Cohnstädt:** In einzelnen Fällen kann es gelingen, in anderen Fällen nicht.

Vorsitzender: Aus dem Prozeß Polke ging hervor, wie durch Zeitungen und Börsencirkulare Leute angelockt werden. Glauben Sie nicht, daß eine solche Bestimmung wohlthätig wirken würde?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich habe vorausgeschickt, daß allerdings in den Fällen, die an Gemeinschädlichkeit streifen und die sich moralisch nicht verantworten lassen, eine Bestrafung eintreten soll, aber betont, daß man außerordentlich vorsichtig sein muß, denn wie ich vorher schon erwähnte, haben die Betreffenden je nach dem Zeitpunkt ein anderes Urtheil, hinterher haben Sie eine andere Ansicht, als im Augenblick der That.

Vorsitzender: Selbst wenn nicht viele Fälle zur Bestrafung führen sollten, würde doch die Wirkung einer Verurtheilung lange vorhalten.

Sachv. **Cohnstädt:** Das stimmt mit dem überein, wenn ich meine, daß man nicht zu weit gehen soll, daß nicht etwa das ehrliche, solide Geschäft dadurch geschädigt wird. Ich kann mir denken, da kommt jemand in eine Wechselstube und bringt seine Koupons und läßt sich Geld dafür geben und legt das Geld wieder hin und sagt zu dem Vertreter der Wechselstube, der nicht einmal der Chef zu sein braucht: Ich möchte Papiere dafür kaufen. Der sagt: Kaufen Sie von dem Papier. Verliert der Mann sein Geld, so kann er sagen: Ich habe das nicht verstanden, du hast meinen Leichtsinn mißbraucht.

Vorsitzender: Es ist bisher nur die Frage wegen der Termingeschäfte angeregt. Dagegen ist freilich von anderer Seite gesagt, es könne ebenso gut ein schlimmes Spekulationsgeschäft im Kassahandel vorkommen, der schwerer verboten oder bestraft werden kann. Der Ansicht sind Sie auch?

Sachv. **Cohnstädt:** Gewiß.

Vorsitzender: Aber müssen es nicht im Kassageschäft immer wohlhabende Leute sein, denen man es nicht verargt, wenn sie etwas riskiren?

Sachv. **Cohnstädt:** Es kommt darauf an, ob es möglich ist, einen Paragraphen zu finden, der die gesunde Geschäftsthätigkeit nicht trifft. Die Sache kann sehr leicht mißbraucht werden, um die Richtigkeit eines Geschäfts herbeizuführen.

Vorsitzender: Dieses Bedenken ist auch früher angeführt worden.

Geheimer Kommerzienrath **Diffené**: Ich wollte nur fragen, ob der Herr Sachverständige glaubt, daß es möglich ist, eine Fassung zu finden, die so vorsichtig gewählt ist, daß nicht die gesunde Spekulation getroffen werden kann.

Sachv. **Cohnstädt:** Wenn durch eine solche Fassung der Bankier auf das Aeußerste exponirt würde, so würde die Sache wirthschaftlich schädlich sein.

Geheimer Kommerzienrath **Diffené:** Dann ist wiederum zu fragen: glauben Sie, daß sich überhaupt eine Fassung finden läßt, die nicht den redlichen Bankier schließlich exponirt.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich hoffe, daß das möglich ist, aber ich bin nicht Jurist und kann aus meiner speziellen Kenntniß das nicht sagen. Ich wollte nur aussprechen, daß es nützlich und wünschenswerth wäre, eine Strafbestimmung zu schaffen, aber nur dann und in solcher Weise, daß nicht das bona fide geschlossene und solide Geschäft davon getroffen werden kann, damit nicht Mißbrauch getrieben werden kann.

Vorsitzender: Schließlich ist die Unterfrage f, ob die sogenannte Börsensteuer erhöht werden soll?

Sachv. **Cohnstädt:** Das halte ich für zwecklos, da die Börsensteuer das Spielgeschäft nicht unterdrücken wird. Wenn Jemand spielen will, so können Sie die Steuer nicht so hoch machen, daß er sich davon abhalten läßt.

Vorsitzender: Dann wollen wir Herrn Christians über die Frage hören.

Sachv. **Christians:** Ich möchte gleich auf Nr. 6 übergehen und muß allerdings da einen Unterschied machen zwischen dem Terminhandel in Waaren und in Effekten. Den Terminhandel in Effekten halte ich immerhin nur für so weit berechtigt, als die Möglichkeit der wirklichen Geschäftserfüllung auch gegeben ist. Diese Möglichkeit ist bei allen denjenigen Papieren von vornherein ausgeschlossen, die in geringerem Betrage existiren, als gewöhnlich auf einen Ultimo gehandelt wird. Nehmen Sie irgend welche Aktien in großem Kapitalbetrag, so läßt sich beinahe immer nachweisen, daß die auf Ultimo laufende Summe den Betrag des Aktienkapitals weitaus übersteigt.

Vielfach kann man ruhig annehmen, daß eine wirkliche Geschäftserfüllung von vornherein eine absolute Unmöglichkeit ist, und daß aus diesem Grunde zum großen Theil nur fiktive Geschäfte gemacht werden, die nur Differenzgeschäfte sein können. Mit fiktiven Werthumsätzen zu handeln hat Niemand das Recht. Da meine ich, daß man bei dieser Sachlage den Terminhandel bei solchen Papieren von der Fondsbörse ausschließen soll, von denen man überzeugt sein kann, daß sie in solchen Quantitäten nicht vorhanden sind, wie sie auf einen Termin gehandelt werden. Man müßte schon einen Betrag von mehreren hundert Millionen annehmen, der mindestens vorhanden sein muß.

Vorsitzender: Mehrere hundert Millionen? Dann würden da nur wenige Papiere übrig bleiben, welche auf Zeit gehandelt werden können.

Sachv. **Christians:** Da würden die Aktien von vornherein ausfallen. Ich sehe auch kein Unglück darin. Welchen Zweck hat es, daß von einer Aktie vielleicht 200 Millionen per Ultimo gehandelt werden, von der nur 50 Millionen existiren? Welcher wirthschaftliche Zweck wird dadurch erfüllt? Der Terminhandel hat vom volkswirthschaftlichen Standpunkt nur den Zweck, im internationalen Verkehr zur Ausgleichung zu dienen. Für Jemand, der Diskontokommanditantheile oder Harpener kauft oder verkauft, hat er keinen wirthschaftlichen Werth. Dafür brauchen wir doch keine Börse.

Vorsitzender: Sollten nicht mitunter auch solche Papiere, wie österreichische Kreditaktien, zum unter-

nationalen Ausgleich benutzt werden? Die wandern hin und her.

Sachv. **Christians:** Die wandern hin und her! Aber das ist doch nicht nothwendig; man wird sie nicht vermissen, wenn sie aus dem Ultimohandel verschwinden. Da sind andere Papiere, die sich vollkommen für den internationalen Ausgleich eignen, sodaß man die österreichischen Kreditaktien für diesen Zweck nicht vermissen wird.

Vorsitzender: Der Terminhandel trägt zur Unterbringung solcher Papiere bei.

Sachv. **Christians:** Das ist ganz richtig; alle minderwerthigen Papiere werden mit Vorliebe in den Ultimohandel von vornherein gebracht, wenn möglich schon vor der Zeichnung. Das ist der Handel per Erscheinen. Gerade die schlechtesten Papiere bringt man auf diesem Wege in die Börsenspekulation. Da finden sie ihren Weg weiter, man überläßt sie dem Markt, der wird sie schon weiterschleppen. Das ist das allerwirksamste Mittel, unterwerthige Papiere ins Publikum zu bringen. Bei guten Papieren braucht man dieses Mittel nicht; bei guten Papieren wird man nicht von vornherein zum Ultimohandel greifen, der nur zum Zweck der Unterbringung gebraucht wird.

Vorsitzender: Von Ihrem Herrn Vorredner ist erinnert: dann wird sich der Terminhandel auf andere Papiere werfen; die Spekulation würde sich auf Kassageschäfte werfen.

Sachv. **Christians:** Das gebe ich zu, daß man die Spekulation dadurch absolut nicht aus der Welt schaffen wird. Dann wird man z. B. das Wiener Kostgeschäft machen. Man wird von einem Tag zum andern prolongiren. Das ist richtig. Aber wenn ich die Unrichtigkeit einer Sache einsehe und die Schädlichkeit, so kann eine andere Möglichkeit für mich kein Grund sein, mich dadurch bestimmen zu zu lassen.

Graf **Arnim:** Ich möchte fragen, angesichts der Besorgniß des Herrn Sachverständigen, daß anstatt des Ultimogeschäfts das Kostgeschäft eingeführt werden würde, wie kommt es, daß wir das Kostgeschäft bei gewissen Papieren doch nicht haben, wenn das Ultimogeschäft versagt ist. Wenn das Kostgeschäft einen vollen Ersatz böte, so würde es doch jetzt schon Behufs Umgehung des Verbots bei gewissen Papieren an unserer Börse praktisch durchgeführt werden.

Sachv. **Christians:** Das Geschäft ist schon praktisch in Anwendung. Im großen und ganzen hat man aber kein Bedürfniß dazu, weil genügend Terminpapiere da sind. Aber im praktischen Bankgeschäft kommt es doch vor — in jedem Bankgeschäft ja nicht, aber bei kleineren Bankiers — daß irgend ein Industriepapier per Ultimo verkauft wird, obschon es an der Börse niemals per Ultimo notirt wird. Es wird auch in anderer Weise gemacht, daß ein geringer Betrag angenommen wird. An der Börse ist für Ultimopapiere ein Mindestbetrag von meistens 15 000 Mark vorgeschrieben. Nun veranlassen kleinere Bankiers ihre Kunden, auch mit 1 000 Mark per Ultimo zu handeln. Aber das kommt nicht zu oft vor.

Vorsitzender: Würden Sie sich für eine der Maßnahmen unter a bis f aussprechen, vorausgesetzt, daß Merkmale vorhanden sind, den reellen Terminhandel vom Differenzgeschäft zu unterscheiden?

Sachv. **Christians:** Merkmale, finde ich, sind überhaupt nicht vorhanden zwischen dem, was reelles Geschäft und was Spiel ist. Man wird vergeblich danach suchen. Ich meine aber, daß es kein berechtigter moralischer Standpunkt ist, die Einrede des Differenzspiels und der Wette zu gestatten. Vertrag ist Vertrag und muß erfüllt werden. Heute ist es so, daß die Bankiers eine Börsenschutzgesellschaft haben bilden müssen, um sich vor solchen Privatpersonen zu schützen. Man hat über zweihundert Personen namhaft gemacht, welche die Einrede des Spiels gemacht haben. Haben sie gewonnen, dann haben sie den Gewinn einkassirt, haben sie verloren, dann war es ein Spielgeschäft. Der Bankier geht nicht leicht vor Gericht, man benachrichtigt sich lieber gegenseitig von solchen Vorfällen. Das muß demoralisirend auf das Publikum wirken, wenn man als Grundsatz vor Gericht hinstellt, daß die Einrede des Spiels von allen Verpflichtungen entbindet. Der Vertrag sollte unter allen Umständen erfüllt werden, auch wenn es ein Differenzgeschäft war.

Vorsitzender: Die Frage zu a, daß Differenzgeschäfte für nichtig und unklagbar erklärt werden, würden Sie also verneinen. Wie ist Ihre Meinung über Termingeschäfte mit Privatpersonen (Unterfrage b)?

Sachv. **Christians:** Da würde ich jede Einschränkung verneinen, denn wenn es auch verboten wird, würde es doch betrieben werden. Man soll keine Bestimmungen treffen, wenn man von vornherein sieht, daß es nicht möglich ist, ein Verbot durchzuführen. Nach meiner Ansicht ist es unmöglich, das Privatpublikum fernzuhalten.

Vorsitzender: Würden Sie nicht Strafmittel gegen Handelsangestellte befürworten?

Sachv. **Christians:** Handelsangestellte allerdings, die können kontrolirt werden, insofern man den Bankier, der mit denselben handelt, nachher faßt. Aber trotzdem bereits an der Börse verboten worden ist, mit Handelsangestellten Geschäfte zu machen, hat man sich um das Verbot nicht gekümmert. Gleich am anderen Tag hat man wieder dagegen gehandelt. Das war allgemein bekannt, indeß waren das nicht blos die allerkleinsten Bankiers. Und weil man sah, daß der Terminhandel mit Bankangestellten bei der allgemeinen Nichtachtung des Verbots nicht verhindert werden konnte, so hat man einfach davon Abstand genommen und hat das Verbot wieder ruhig einschlafen lassen, und daraus entstehen die großartigsten Mißbräuche, Betrügereien der Institute und Banken. Ich meine aber, man soll ein allgemeines Verbot eintreten lassen und zum mindesten statuiren, daß der Bankier, der dagegen handelt, auf einige Wochen von der Börse ausgeschlossen wird, im wiederholten Fall für immer.

Vorsitzender: Und andere Personen, wie Hausknechte, Portiers u. s. w.?

Sachv. **Christians:** Wie und womit soll man diese Personen bestrafen?

Vorsitzender: Vielleicht die Firmen, die mit ihnen Geschäfte machen.

Sachv. **Christians:** Ach so! Das sind aber alles unselbstständige Personen, ebenso wie Handlungsgehülfen.

Vorsitzender: Zum Beispiel hat der Kassendiener einer hiesigen Bank gewissermaßen ein Bänkchen für sich gehalten und für eine große Zahl von Personen fortgesetzt Termingeschäfte gemacht. Firmen, welche mit einem solchen Manne Börsengeschäfte machen, würden Sie doch bestrafen?

Sachv. **Christians:** Gewiß, wenn es nachweisbar ist.

Graf **Arnim:** Wir verfolgen den Zweck, wirthschaftlich schwache Personen, die ein Urtheil über die Gefahren des Ultimohandels nicht haben können, zu schützen. Nun ist es schwer, das Privatpublikum als solches zu definiren, aber wenn man den negativen Ausdruck wählen und sagen würde, die Differenzgeschäfte sind unklagbar, soweit sie von Leuten gemacht werden, die nicht der Börsenkorporation angehören, und die nicht Kaufleute sind, was würde der Herr Sachverständige zu diesem Gedanken sagen?

Sachv. **Christians:** Herr Graf, ich bin gegen diesen Gedanken. Man kann nicht jedem, der wirthschaftlich abhängig ist, aber zureichende Kenntnisse und Verstand hat, Spekulationsgeschäfte verbieten. Wir haben es bisher mit unselbstständigen Leuten zu thun, mit Leuten, ich möchte sagen, die ihr Brod von jemand anders verdienen. Daß die nicht handeln sollen ohne Wissen des Prinzipals, ist ganz selbstverständlich. Wenn aber im Uebrigen jemand zureichende Urtheilsfähigkeit über Börsendinge hat, so ist er kein unselbstständiger Mensch. Eine solche Bevormundung kann man unmöglich herbeiführen.

Vorsitzender: Sollen solche Geschäfte für nichtig erklärt werden?

Sachv. **Christians:** Ich habe mich von vornherein für die Gültigkeit jedes Vertrages erklärt, auch wenn er ein Spielgeschäft betrifft. Vertrag ist Vertrag und er muß erfüllt werden. Nach meiner Auffassung ist es demoralisirend, wenn man jemand zugestehen will: Wenn Du gewinnst, hast Du gewonnen. Wenn Du verlierst, hast Du nichts verloren. Wenn man die Vermittler faßt, ist es genügend.

Vorsitzender: Dann kommen wir zu den Prämiengeschäften.

Sachv. **Christians:** Prämiengeschäfte finde ich von meinem Standpunkt aus für überflüssig, und frage mich vom allgemeinen volkswirthschaftlichen Standpunkt aus, welchen Zweck sie haben. Man sucht hier, sofern man sie begründen will, Fälle zu konstruiren, in denen sich das Prämiengeschäft als Versicherungsgeschäft darstellt. Zunächst sind solche Geschäfte, soweit sie vorkommen — sie kommen hie und da vor — sehr selten. Es ist ganz gewiß kaum ein Fall unter hunderttausend Prämiengeschäften, der dahin gehört. Alle übrigen Prämiengeschäfte sind nichts weiter als Spekulationen, um es kurz und nackt zu sagen. Man kauft sich eine Vorprämie, um darauf „herumzureiten". Man kauft und verkauft auf Grund derselben hin und her. Das sind die reinen Spiel- und Spekulationsgeschäfte. Wenn ich nun die betrachte, die wirklich den Versicherungscharakter an sich tragen, die wirklich gegen ein thatsächliches Risiko schützen sollen, so ist es fast stets unmöglich, daß die Papiere, die heute Objekte der Prämiengeschäfte an der Börse sind, diesen Schutz gewähren können. Man konstruirt gewöhnlich Fälle von Geschäften mit dem Ausland, z. B. Bestellungen nach Rußland, in welchen die Chancen der Prämiengeschäfte oder in einem direkten Konnex stehen müssen zu dem Risiko, welches dadurch gedeckt werden soll. Also die beiden Chancen, Verlust- und Gewinnchance, müssen auf einem Objekt sich vereinigen. Anders ist eine derartige Versicherung gar nicht denkbar. Wenn also ein internationales Geschäft erfolgt — die sind es meistens, die hier in Betracht kommen — so können dann nicht etwa in Diskonto-Kommanditantheilen die

Gegenchancen gefunden werden, sondern höchstens im Staatskredit. Ich meine also, dieses Prämiengeschäft hat, soweit es überhaupt einen versicherungstechnischen Charakter besitzt, ihn nur auf dem Gebiet der Staatspapiere, nicht aber auf dem Gebiet der Banken und Industrieaktien, in denen das Prämiengeschäft gerade am allermeisten florirt. Bei meinem Vorschlag, daß ein Mindestkapital von mehreren hundert Millionen für erforderlich erachtet werden soll, um ein Zeitgeschäft darin zu etabliren, würde der Zeithandel und damit auch der Prämienhandel in Aktien aufhören. In Staatspapieren kann man dann ja immer noch auf Prämie handeln.

Vorsitzender: Es sind vielfach Prämiengeschäfte zu soliden Zwecken angeführt worden in Effekten, wo der Kurs ungewiß ist, z. B. in russischen Rubeln.

Sachv. **Christians:** Da hat das Geschäft einen wirthschaftlichen Werth für den, der es macht. Aber für seine Kontrepartei und im Allgemeinen hat das Geschäft keinen wirthschaftlichen Sinn.

Vorsitzender: Ein wirthschaftlicher Zweck wird aber doch erfüllt. Warum soll man es also verbieten oder für nichtig erklären?

Sachv. **Christians:** Ich erkläre es nicht für nichtig, sondern sage: beschränken wir es auf Staatspapiere mit großem Kapital. Wo der Betrag zu groß ist, als daß fiktive Geschäfte gemacht werden können, da kann man das Prämiengeschäft ruhig bestehen lassen.

Vorsitzender: Für alle anderen Papiere, Aktien u. s. w. wollen Sie das Prämiengeschäft verschließen; was hat das für einen wirthschaftlichen Zweck?

Sachv. **Christians:** Ich kann den wirthschaftlichen Zweck solcher Geschäfte in Aktien vom allgemeinen Standpunkt nicht als berechtigt ansehen. Jemand hat Aktien, er läuft ein Risiko; paßt ihm das nicht, so mag er verkaufen. Durch das Prämiengeschäft vergrößert er die fictiven Umsätze. Der allgemeine volkswirthschaftliche Standpunkt muß doch eigentlich maßgebend sein.

Vorsitzender: Aber wenn es sich um ein Verbot handelt, so muß man doch bestimmte Gründe haben, um ein an sich nützliches Geschäft zu verbieten, weil es mit den Interessen der Allgemeinheit nicht verträglich sei. Nun ist noch vorhin von Herrn Cohnstädt daran erinnert worden, daß gerade die Prämiengeschäfte weniger schädlich sind als andere Börsengeschäfte.

Sachv. **Christians:** Ich kann Herrn Cohnstädt darin nicht beistimmen; ich sehe in dem Prämiengeschäft das wirksamste Mittel, um dem Börsenspiel Opfer zu bringen. Wer die Kourage nicht hat, feste Stücke zu kaufen, hat immer noch Muth genug, um eine Prämie zu nehmen. Ich finde, daß gerade das Prämiengeschäft sehr wesentlich dazu beiträgt, daß das Spiel an der Börse ausgedehnt und in das große Publikum hineingetragen wird. Wie gesagt, ich will es durchaus nicht verbieten, aber nur in solchen Papieren zugestehen, die in großem Betrage existiren.

Vorsitzender: Wollen Sie auch die civilrechtliche Ungültigkeit des Geschäfts aussprechen?

Sachv. **Christians:** Nein. Was Vertrag ist, muß Vertrag bleiben.

Geheimrath Professor Dr. **von Cuny:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er dem Prämiengeschäft auch den Nachtheil zuschreibt, daß die Kursschwankungen gefördert und vermehrt werden.

Sachv. **Christians:** Allerdings, man hat an der Börse einen sogenannten Prämienerklärungstag. Da kommt es, je nachdem die Tageskurse stehen, erst zum Ausdruck, ob viele Stücke zur Lieferung gelangen oder ob einfach die Prämie gezahlt wird. Je nachdem! Das Letztere hat weiter keinen Einfluß, das Erstere hat wohl einen Einfluß auf den Markt; denn es tritt plötzlich um 1½ Uhr ein neuer Preisfaktor und neues Material auf den Markt.

Vorsitzender: Wenn Sie die civilrechtliche Ungiltigkeit nicht wollen, so würden Sie vielleicht die offizielle Notirung verbieten?

Sachv. **Christians:** Das Geschäft ist weniger in den Händen der vereideten Makler.

Vorsitzender: Wie wollen Sie es denn machen, z. B. in Aktien Prämiengeschäfte zu verhindern?

Sachv. **Christians:** Dem entgegen zu wirken wäre Aufgabe des Börsenkommissariats und des Aeltestenkollegiums.

Geheimrath Professor Dr. **von Cuny:** Ich glaube, der Herr Sachverständige ist der Ansicht, daß das Prämiengeschäft, wenn vielleicht immerhin noch ein Handel vorkommen mag, in dem jetzigen Umfang dann von der Börse verschwinden würde.

Sachv. **Christians:** Gewiß. Das meine ich. Ich will durchaus nicht, daß es absolut verboten wird, sondern beschränkt wird auf Papiere, die in mehreren hundert Millionen existiren. Aber gerade, weil der Terminhandel in Papieren vorkommt, die in sehr geringen Mengen existiren, darum trägt er zur Vermehrung der fiktiven Geschäfte bei: Fiktiv nenne ich in dieser Beziehung alle diejenigen Geschäfte, die auf ein Papier laufen, das nur in einem geringen Betrage existirt.

Vorsitzender: Können Sie vielleicht das Zahlenverhältniß der Prämiengeschäfte zu den sonstigen Termingeschäften angeben?

Sachv. **Christians:** Das kann ich nicht; aber sie sind sehr zahlreich.

Vorsitzender: Unterfrage d, daß der Differenzhandel bestraft wird, würden Sie verneinen?

Sachv. **Christians:** Nein, das würde ich nicht befürworten.

Vorsitzender: Und die Verleitung zum Börsenspiel (Unterfrage e)?

Sachv. **Christians:** Da scheint es mir möglich, vorzugehen, insofern das gewerbsmäßig geschieht und die Gewerbsmäßigkeit nachzuweisen ist, z. B. durch systematische Insertionen und unhaltbare Versprechungen, wie sie z. B. Hugo Loewy gemacht hat, um das Publikum anzulocken, mit 5 Prozent Einschuß, das ist Indicium genug für die Gewerbsmäßigkeit.

Vorsitzender: Auch die Aufforderung in Zeitungen zu Spekulations-Geschäften z. B. für halbe Kurstage u. s. w.?

Sachv. **Christians:** Gewiß. Solche Bedingungen, die für ein solides Geschäft einfach unausführbar sind. Das nachzuweisen wird gar nicht schwierig sein.

Vorsitzender: Sie glauben, es würde sich eine solche Strafbestimmung formuliren lassen und als nützlich erweisen, jedenfalls als prophylaktisch. Aber es ist die Frage, wie man das Börsenspiel definiren soll, bei Kassa- und bei Termingeschäften, daß es als Spiel erkannt werden kann.

Sachv. **Christians:** Die Definition würde schwierig sein. Ich weiß ganz genau, was Börsenspiel ist, und doch würde es mir sehr schwer fallen, eine Definition zu geben.

Vorsitzender: Das würde allerdings wohl im Strafgesetz in etwas allgemeinerer Weise möglich sein als im Civilrecht.

Geheimer Ober-Regierungrath **Gamp:** Ich glaube, es wäre doch nicht so schwer. Börsengeschäfte sind diejenigen, die unter Zugrundelegung der Usancen einer Börse abgeschlossen sind, deren Regulirung auf Grund der Börsenbedingungen stattfindet; in ähnlicher Weise definirt das Stempelsteuergesetz die Geschäfte, die unter Zugrundelegung der Usancen einer Börse abgeschlossen sind, als Börsengeschäfte.

Vorsitzender: Man könnte vielleicht den Begriff Börsenspiel in das Gesetz aufnehmen.

Sachv. **Christians:** Die Formen sind immer dieselben. Es kommt mehr auf die äußeren Umstände an, auf die Personen.

Vorsitzender: Der Richter würde im einzelnen Fall zu entscheiden haben?

Sachv. **Christians:** Die Möglichkeit ist gegeben; aber es gehört dazu ein Richterkollegium von großem Sachverständniß. Ich weiß nicht, ob man das in dem Maße voraussetzen oder erwarten darf. Sehen Sie den Fall Polke an!

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wenn man den Begriff des Aufsuchens und Anlockens hineinbrächte.

Vorsitzender: Haben Sie vielleicht Ihre letzte Fassung bei der Hand?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Börsenspiel wäre vielleicht schon besser. Ich hatte formulirt: wer ein Gewerbe daraus macht, wissentlich durch Aufsuchung oder Verlockung von Personen dieselben zu Geschäften zu verleiten, durch welche sie für ihre Vermögenslage unverhältnißmäßige Summen auf das Spiel setzen. Ich habe die Ausbeutung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit wieder herausgelassen. Entweder Aufsuchung und Verlockung oder Ausbeutung der Unerfahrenheit oder des Leichtsinns, eins oder das andere!

Sachv. **Christians:** Für das solide Geschäft ist das unschädlich, für das unsolide verfänglich, die können sich darin fangen. Dem soliden Geschäft wird das nicht schaden.

Vorsitzender: Es wird auch gerade an kleine unsolide Bankiers gedacht, die versuchen, die Leute in ihre Schlingen zu ziehen.

Sachv. **Christians:** Darf ich mir erlauben, noch ein Wort hinzuzufügen, wenn man den Zusatz machte: gewerbsmäßig und öffentlich.

Vorsitzender: Was ist das für ein Unterschied?

Sachv. **Christians:** Das ist ein Unterschied. Schließlich macht jeder Bankier, auch die solidesten und größten Banken, gewisse Propositionen, wenn auch durch Cirkulare.

Vorsitzender: Das würde auch öffentlich sein.

Sachv. **Christians:** Durch Briefe, die er an eine bestimmte Adresse schickt.

Vorsitzender: Es ist doch die Frage, ob das nicht als öffentlich anzusehen sein würde.

Sachv. **Christians:** Ich bin der Meinung, daß nur von einem bestimmten Publikum gelesene Zeitungsinserate, deren Leser dem Inserenten unbekannt bleiben, unter den Begriff der gewerbsmäßigen öffentlichen Verleitung fallen.

Vorsitzender: Es giebt auch andere Formen, in welchen man sich an bestimmte Leute wendet, Formen, die ebenso gemeinschädlich sind.

Sachv. **Christians:** Das ist richtig, aber man kann nicht jeden Mißstand aus der Welt schaffen.

Vorsitzender: Wenn Jemand Hausirer, Reisende hinschickt zu einzelnen bestimmten Leuten, so würde man das nicht als öffentlich charakterisiren können.

Sachv. **Christians:** Ich meine, für die Oeffentlichkeit ist Voraussetzung, daß sie sich an ein unbekanntes Publikum wendet.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich bedaure, daß Herr Senatspräsident Wiener den Ausdruck, den er früher gewählt hat, die Rücksicht auf den Leichtsinn und die Unerfahrenheit jetzt gestrichen hat und nachdem, wie er jetzt den Satz formulirt hat, möchte ich den Herrn Sachverständigen doch einmal fragen: kann es nicht in dem soliden Gewerbe eines Kaufmanns liegen, Kunden aufzusuchen, kann es nicht in dem soliden Gewerbe eines Kommissionärs liegen, eine Beurtheilung von Papieren zu geben? Ich möchte nicht, daß es das einzige Kriterium sein soll, daß die Mittel des Kunden nicht ausreichen, um nachher die Differenz zu begleichen. Der Kommissionär wird in der Regel schon hart genug bestraft werden, wenn die Mittel des Kommittenten so gering sind, daß sie außer Verhältniß zum Risiko stehen. Ich meine, daß es ein nothwendiges Requisit ist, daß die Aufsuchung und Verleitung nur gegenüber Leuten geschieht, von denen anzunehmen ist, daß sie unerfahrene oder leichtsinnige Leute sind, nicht insofern das Leute waren, die ein eigenes Urtheil haben. Ich möchte einmal fragen, ob der Herr Sachverständige nicht auch Gewicht darauf legt, den Begriff des Leichtsinns und der Unerfahrenheit für das Geschäft als maßgebend zu bezeichnen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich will kurz dazwischen bemerken, der Sinn der Vorschrift soll der sein, daß, wenn Jemand weiß, daß der Andere ein für seine Vermögenslage unverhältnißmäßiges Risiko übernimmt, er in dieser Weise bestraft werden soll, und wenn es außerdem noch hieße: durch Ausbeutung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit, so soll eben der Betreffende das Bewußtsein haben, daß der andere, dessen Vermögensunzulänglichkeit oder Unverhältnißmäßigkeit für solche Geschäfte ihm bekannt war, nur durch Benutzung dieser besonderen Eigenschaften zu dem Geschäft gebracht ist. Wenn ich das Requisit aufstelle, daß einer auch verlockt oder aufgesucht werden muß, um ihn zu einem Geschäft zu bringen, von welchem der Aufsuchende oder Verlockende weiß, daß es zu seinem Vermögen in keinem Verhältniß steht, so besteht auch kein Bedürfniß, außer dem Thatbestand noch das Erforderniß der Ausbeutung des Leichtsinns und der Unerfahrenheit aufzustellen, aber man kann darüber verschiedener Meinung sein.

Vorsitzender: Was würden Sie vorziehen?

Sachv. **Christians:** Ich muß gestehen, daß ich auch der Ansicht bin, man darf nicht so weit gehen, daß dadurch der ehrliche und solide Betrieb eines Geschäfts gehemmt wird, und dazu gehört allerdings sowohl im Bankgeschäft als im Waarengeschäft, daß eine Waare jemandem angeboten und meinetwegen auch angepriesen wird. So-

fern das in berechtigten Grenzen geschieht, finde ich, daß dagegen gar nichts zu sagen ist, daß man es nicht hemmen darf. Ich habe, als ich mich für eine solche Strafbestimmung ausgesprochen habe, solche Fälle im Auge gehabt, wie wir sie hier in Berlin bei Loewy und bei Palke u. s. w. gesehen haben. Da hat man einen Geschäftbetrieb Jahre lang in der Weise geführt, daß man das große unbekannte Publikum durch Inserate und sonst in den Zeitungen herangezogen, angelockt hat, indem man immerfort ein Papier angepriesen und indem man Bedingungen offerirt hat, die sonst niemand, kein Bankier, kein Geschäftsmann zugestehen konnte. Das war eine effektive Verlockung und zwar eine gewerbsmäßige Verlockung.

Vorsitzender: Legen Sie mehr Gewicht auf die Form der Verleitung oder die Eigenschaften der verleitenden Person?

Sachv. **Christians:** Für mich ist hauptsächlich maßgebend die Eigenschaft der verleitenden Person.

Vorsitzender: Sie stehen also etwa auf den Standpunkt des Herrn Geheimraths Frentzel?

Sachv. **Christians:** Wenn die Eigenschaften der verleiteten Person maßgebend sein sollen, so kann der solideste Mensch sehr in Verlegenheit kommen. Ich kann als Geschäftsmann in gutem Glauben Jemandem etwas offeriren, ich halte den Mann für zahlungsfähig, er erweist sich nachher als Schwindler. Soll ich da verantwortlich sein? Der Herr Senatspräsident hat gesagt, daß ich es wissen soll. Das ist etwas anderes, wenn man es gewußt hat, so sage ich auch: Du mußt ein schlechtes Gewissen haben, wenn Du trotz besseren Wissens den Mann zu einem Geschäft verführt hast.

Geheimer Kammerzienrath **Frentzel:** Das scheint mir sehr bedenklich, denn wenn ein junger Mensch, der eben majorenn geworden ist und der ein bedeutendes Vermögen hat, nun das Opfer eines solchen Aufsuchenden wird, so würde dieser nach dem einen Gesichtspunkt straffrei sein; wenn es ein Mensch von vielen Millionen ist, so würde der Verlust im Verhältniß zu seinem Vermögen stehen, dennoch ist nach meinem Gefühl die Schuld ganz dieselbe.

Geheimer Kammerzienrath **Diffené:** Ich muß meine Bemerkungen in die Form einer Frage kleiden. Ich möchte fragen, ob der Herr Sachverständige nicht der Meinung ist, daß in Bezug auf die Beweisfrage die Lage des Bankiers eine außerordentlich ungünstige in einem solchen Fall werden kann, ob es nicht einen gewaltigen Unterschied macht, ob wir hier in objektiver Weise mit dem vollen Bewußtsein dessen, was wir im Auge haben, eine solche Bestimmung redigiren, und ob nicht die Dinge ganz anders liegen, wenn sie im Leben einmal angewendet werden sollen. Es ist vorhin auch ein Beispiel angehoben worden, es wurde der Fall eines Herrn erwähnt, der mit seinen Coupons zum Bankier kommt, es entspinnt sich eine Konversation, sie endet damit, daß der Betreffende Industriepapiere kauft und sein Geld verliert. Welches wird die Stimmung des Mannes sein? Er ist überzeugt, daß der Bankier schuld ist, nicht sein Leichtsinn, wenn er Geld verloren hat. Da kommt ihm nichts gelegener, als ein solcher Paragraph; das erste wird sein, daß er seinen Gegenkontrahenten denunzirt. Nehmen wir an, daß die Sache verhältnißmäßig einfach liegt, so wird der Bankier immerhin in der Lage sein, wenn nicht Beweise erbringen, so doch zum mindesten gegen die Beweisführung von der anderen Seite sich vertheidigen zu müssen — es wird vorgebracht werden, er habe die Unerfahrenheit benützt.

Was ist Unerfahrenheit? Das ist ein außerordentlich dehnbares Ding. Wir wollen annehmen, daß Freisprechung erfolgt, so werden Sie doch zugeben, daß der Angeschuldigte von dem Verfahren hart betroffen wird; vielleicht haben seine Mitbürger dafür gesorgt, daß die Sache in den Zeitungen besprochen ist, und bekanntlich ist kein Sprichwort wahrer als das alte semper aliquid haeret, es bleibt immer etwas hängen. Nun haben aber nicht Alle das Zeug dazu, Märtyrer für die Sache des Rechts zu werden; während der eine Bankier der Anschuldigung entschlossen entgegentritt, wird es so und so viele Andere geben, die davor zurückschrecken, die aus Rücksicht auf den guten Namen, den sie tragen, ein großes Unrecht lieber über sich ergehen lassen, als sich der Gefahr auszusetzen, sich vor dem Strafrichter verantworten zu müssen. Was wird die Folge sein? Derjenige Kommittent, der einmal einen solchen Vortheil wahrgenommen hat, wird ohne Zweifel geneigt sein, das wieder zu probiren, und es könnte sich möglicherweise ein System der Erpressung daraus entwickeln, welches früher oder später den Gesetzgeber nöthigen würde, den Paragraphen wieder aufzuheben. Ich möchte recht sehr der Erwägung anheimgeben, ob es nicht besser wäre, eine solche Bestimmung lieber gar nicht einzuführen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich möchte auf diesen Punkt nicht eingehen, weil es mir vorkommt, daß er augenblicklich eigentlich außerhalb der Erörterung zu bleiben hätte. Gewiß sind solche Bedenken vorhanden. Ich will dem Sachverständigen, der nicht anwesend war, nur sagen, daß ich speziell eigentlich vielmehr Sympathien für eine civilrechtliche Vorschrift nach dieser Richtung hin hätte. Ich möchte bestimmt qualifizirte unmoralische Geschäfte als solche ansehen, denen gegenüber der jetzige Einwand des sogenannten Differenzgeschäftes allein zulässig sein sollte, während ich sonst im Uebrigen ausdrücklich aussprechen möchte: Differenzgeschäfte sind klagbar. Was die Ausführungen des Herrn Geheimraths Frentzel anlangt, so scheue ich die Konsequenzen nicht, ich will da nicht eine Bestrafung eintreten lassen, wo der Betreffende im Verhältniß zu seinen Mitteln spekulirt und Geld verloren hat, aber nicht ruinirt worden ist, sondern ich will die Strafvorschrift gerade blos für solche Fälle haben, in denen, um mich allgemein auszudrücken, Leute ruinirt worden sind und zwar durch die aktive Thätigkeit des Gegenspielers. Ich würde mich gar nicht daran stoßen, wenn der Fall straflos bleibt, von dem eben gesprochen worden ist.

Vorsitzender: Ich möchte noch fragen, würden Sie für eine Erhöhung der Börsensteuer für Spielgeschäfte sein?

Sachv. **Christians:** Nein.

Vorsitzender: Haben die Herren zu Frage 8 und 9 etwas zu bemerken?

Sachv. **Cohnstädt:** Das scheinen mir Interna der Börse zu sein. Ich mache darauf aufmerksam, daß da die Selbsthülfe der Börse nahe liegt und thatsächlich zu wünschenswerthen Aenderungen geführt hat. In Homburg hatte sich eine Art von Schwänze in Kaffee entwickelt, weil die Lieferbarkeit begrenzt war. Da hat man die Bestimmungen geändert und hat sich geholfen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** So einfach liegt die Sache doch wohl nicht bei dem Kaffee, daß die Schwänze lediglich durch die enge Begrenzung der lieferungsfähigen Waare bedingt war, und daß man jetzt diese Bedenken beseitigt hat; ich verzichte aber, darauf näher einzugehen.

Vorsitzender: Wir haben unsere Erörterungen überhaupt vorläufig weniger auf den Waarenhandel erstreckt. Gemeinschädliche Bedingungen hinsichtlich der Exekution, der Unterwerfung unter ein Schiedsgericht u. s. w. sind Ihnen nicht bekannt geworden?

Sachv. **Cohnstädt:** Nein.

Vorsitzender: Zu 8 und 9 würden also die Herren nichts weiter zu sagen haben. Wir kommen zu dem Kursfeststellungsverfahren.

Sachv. **Cohnstädt:** Auch da sind mir keine Klagen bekannt geworden, ich kenne allerdings nur die Verhältnisse von Frankfurt. Da wird jede Notiz im Wechselmaklersyndikat geprüft, unter Kontrole des Vorsitzenden. Das hat sich vollständig bewährt.

Sachv. **Christians:** Ich habe auch nichts besonderes dazu zu erwähnen. Wir haben hier das Institut der vereideten Makler, ich meine, daß man den Leuten die eigenen Geschäfte gestatten sollte, denn die Leute befinden sich in einer unangenehmen und unhaltbaren Position.

Vorsitzender: Das wird erst bei Nr. 13 in Frage kommen. Zu 11 und 12 haben die Herren wohl auch nichts mehr zu sagen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich möchte zu 11 bemerken, daß ich nicht der Meinung bin, daß eine einheitliche Preis- und Kursnotirung für sämmtliche deutsche Börsen eingeführt werden soll. Die Unterschiede, welche heute vorhanden sind, sind auch nicht so groß. Wenn sie vorhanden sind, so kommt dies daher, daß die Börsen zu verschiedenen Zeiten und unter verschiedenen Bedingungen entstanden sind, und daß ihre Bedürfnisse nicht einheitlich sind. Man müßte, um zu einer einheitlichen Notirung zu gelangen, entweder eine Centralstelle errichten, welche für ganz Deutschland die Kursnotirung künftig festzustellen hat, oder man müßte sagen, die Börsen haben gemeinsam zu erörtern und sich zu einigen. Das würde praktisch darauf hinausführen, daß die mächtigste deutsche Börse, also die Berliner, die Vorschriften geben und durchsetzen würde.

Vorsitzender: Es ist nicht an das Verfahren gedacht, sondern an den Inhalt.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich meine, wenn die Kursnotiz einheitlich sein soll, so muß sie auch in Zukunft einheitlich bleiben, es müßten von Zeit zu Zeit neue Bestimmungen getroffen werden, sobald die Verhältnisse sich ändern, es müßte ein Gremium vorhanden sein, das in Zukunft die Einheitlichkeit festhält, und das würden in der Praxis überwiegend Berliner sein. Ich halte es nicht für unbedenklich, so zu verfahren. Ich habe die größte Hochachtung vor der Tüchtigkeit der Berliner Börse, sie hat sich sehr gut bewährt, es sind aber auch Fälle vorgekommen, in denen man in Frankfurt — ich spreche aus meiner Erfahrung — etwas Abweichendes bestimmt hat, und in denen man in Frankfurt nach meiner Auffassung das Logische getroffen hat. Eine Börse kann andere Bedürfnisse haben, als die andere, für Frankfurt, welches viel mit Paris und London arbeitet, kann man für gewisse Papiere, welche z. B. nach Paris gravitiren, den Wunsch und das Bedürfniß haben, daß die Notirung nicht so stattfindet, wie in Berlin, wo verhältnißmäßig nicht so viel mit Paris gehandelt wird. Wenn von der Einheitlichkeit die Rede ist, so möchte ich mir erlauben, etwas hier zur Sprache zu bringen, ich weiß allerdings nicht vorzuschlagen, wie es geändert werden kann. Es giebt in Berlin

eine Sachverständigen-Kommission, welche eine nützliche Wirkung übt, in Frankfurt haben wir keine Sachverständigen-Kommission, die entsprechenden Funktionen, soweit sie ausgeübt werden, liegen der Handelskammer ob, die Entscheidungen der Handelskammer über Fragen der Lieferbarkeit und dergl. sind aber merkwürdiger Weise für die Börsenbesucher keine bindenden, die Handelskammer wirkt da mehr wie eine Auskunftsstelle, sie giebt ihre Ansicht, sie sagt: ich halte dieses Papier für lieferbar, aber die Kontrahenten sind nicht gehalten, sich daran zu binden; sie sind in Frankfurt nicht aerpflichtet, sich zu unteriaersen, hier sind sie von vornherein unterworfen. Es ist in Frankfurt oft angeregt worden, aber schwer durchzuführen aus dem einfachen Grunde, weil man aan vornherein einig darin sein müßte, aber man fürchtet, daß einflußreiche Börsenbesucher sagen: es paßt uns nicht. Es ist bisher nicht durchgeführt worden.

Vorsitzender: Das Verfahren hier ist auch nicht einwandsfrei; es wird eingewendet, daß dieses strenge Binden an die Entscheidungen zu Härten führt.

Sachv. **Cohnstädt:** Aber es scheint mir immer vortheilhafter. Die Richter sind auch nicht unfehlbar, aber besser ist, daß man einen Richter hat, als daß kein Richter vorhanden ist.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Was den letzten Punkt anlangt, so würde es, glaube ich, nicht sa schwierig sein, eine Rechtsgrundlage zu schaffen. Ich meine, wenn in die Börsenordnung eine Bestimmung aufgenommen ist, daß eine Sachaerständigenkommission über die Lieferbarkeit von Effekten zu entscheiden hat mit der Wirkung, daß die Entscheidung für die Börse maßgebend ist, so hätte sich ein jeder zu unterwerfen. Ich wollte aber den Herrn Sachaerständigen darauf aufmerksam machen, daß bei der Verschiedenheit der Kursnotirung in erheblicher Weise die Interessen des Priaatpublikums in Frage kommen und daß eine Schädigung dieser Interessen aielfach darin gefunden wird, daß das Publikum sich über den richtigen Kurs nicht schnell informiren kann, namentlich nicht über die Kursunterschiede an den einzelnen Börsen. Wer weiß z. B., daß ein Papier hier mit 5 Prozent Zinsen, in Frankfurt mit 4 Prozent Zinsen gehandelt wird? Es ist unmöglich für das Publikum, das zu wissen. An dem einen Ort wird franko Zinsen gehandelt, an dem andern mit Zinsen. Das Publikum sieht, daß auf dem Kurszettel der Frankfurter Börse das Papier 1 Prozent niedriger notirt wird und glaubt, es wird dort billiger gehandelt, erfährt aber nachher mit Staunen, daß das nicht der Fall ist, daß der Kurs sogar ungünstiger ist, weil es franko Zinsen gehandelt wird. Der Rubel wird van der Berliner Börse 3 Mark 20 Pfennig gerechnet, an anderen Börsen 3 Mark 25 Pfennig. Es kommt hier weniger darauf an, das Richtige zu treffen, als einheitliche Bestimmungen zu haben, denn ob ein Papier franko Zinsen gehandelt wird oder mit 4 Prozent Zinsen, ist ganz gleich, das drückt sich in dem Kurse aus, ebenso ob der Rubel mit 3 Mark 20 Pfennig oder 3 Mark 25 Pfennig berechnet wird; aber für die Beseitigung dieser Verschiedenheiten ist ein erhebliches Interesse des Priaatpublikums vorhanden.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich kann das nicht anerkennen, weil ich glaube, daß derjenige, der sich erst um die Notirungen andere Börsen kümmert, auch sachkundig genug ist, um das Kursblatt auf die Kurse und die Bedingungen sich anzusehen: es steht im Kursblatt, ob etwas mit 4 Prozent oder 5 Prozent Zinsen gehandelt wird, ob die

Umrechnung so oder so stattfindet. Auch glaube ich, daß die Unterschiede nicht mehr so groß sind — wenn ich die Kursblätter verglichen hätte, so würde ich es feststellen können — ich glaube nicht, daß viele Unterschiede vorhanden sind. Ich habe auch gefunden, daß die Unterschiede sich nach und nach vermindern, ich kann mich einer ganzen Reihe von Fällen entsinnen, allerdings nicht so, daß ich sie einzeln nennen könnte, in denen man in Frankfurt sich nachträglich den Berliner Notirungen angepaßt hat, in anderen, namentlich wenn es unbequemer war, hat man vorgezogen, bei demjenigen zu bleiben, was sich als praktisch erwiesen hat.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte darauf aufmerksam machen, daß diese Unterschiede auch jetzt noch ganz erheblich sind. Die holländischen Papiere werden z. B. in Berlin und Hamburg der Gulden zu 1 Mark 70 Pfennig gehandelt, in Frankfurt 7 Gulden zu 12 Mark, die Sterlingpapiere in Hamburg das Pfund Sterling zu 21 Mark, in Berlin und Frankfurt zu 20 Mark, in Hamburg wird der Dollar zu 4 Mark 50 Pfennig gerechnet, in Berlin zu 4 Mark 25 Pfennig, der Rubel in Hamburg und Berlin zu 3 Mark 20 Pfennig, in Frankfurt zu 3 Mark 30 Pfennig. Es geht daraus hervor, daß im Wesentlichen Frankfurt und Berlin übereinstimmen, daß zum größten Theil die Differenzen in Hamburg liegen.

Sachv. **Cohnstädt:** Pardon, das steht in dem Kursblatt, es steht drin 7 Gulden gleich 12 Mark u. s. w.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** In dem Berliner Kursblatt steht es nicht, es kommt nicht allein darauf an, daß es im Frankfurter Kursblatt steht, es müßte auch im Berliner und Hamburger stehen.

Vorsitzender: Die Frankfurter würden wohl nicht dagegen sein; es ist immerhin wünschenswerth, daß das einheitlich geregelt sei.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich denke, daß wenn in Hamburg das Pfund Sterling nicht zu 20, sondern zu 21 Mark umgerechnet wird, dies eine alte Gewohnheit des Hamburger Publikums ist. Ich glaube, man braucht von diesen Differenzen eine Irreführung nicht zu besorgen, die Leser des Kursblattes sind unterrichtet, sie berücksichtigen die Unterschiede.

Sachv. **Christians:** Ich bin der Meinung, daß man Einheitlichkeit einführen sollte. Die Unterschiede erstrecken sich noch viel weiter, als auf die Umrechnungskurse, sie gehen so weit, daß nicht nur die Zinssätze verschieden sind, sondern auch die Zinstermine. Bei Spekulationspapieren, Diskonto-Kommanditanleihe, Deutsche Bank, Handelsgesellschaft, bei den sogenannten spekulativen Aktien, bei denen Usancezinsen gerechnet werden, werden in Berlin die Zinsen vom verflossenen ganzen Jahre so lange mitgerechnet, bis der Koupon detachirt wird, es kommt vor, daß man $^3/_4$ Jahre und länger Zinsen zu dem Kurs hinzuzurechnen hat, während sie in Frankfurt nur vom letzten Jahre berechnet werden; da ist ein ganzes Jahr Zinsunterschied zwischen Frankfurt und hier. Es giebt der Differenzen noch eine ganze Menge. Ich meine, es spricht kein Grund dafür, diese kleinen Verschiedenheiten beizubehalten, ich meine, es macht wenig Umstände, die Einheitlichkeit zu erreichen; ist einmal gleiche Notirung erfolgt, dann hat man die Gleichartigkeit hergestellt, dem Platze, der vorausgeht, haben die anderen zu folgen — das wäre nicht schlimm — dann hätten wir einheitliche Bedingungen.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube, das spricht für das, was ich vorgebracht habe.

Sachv. **Christians:** Dann würden Sie aber die Einheitlichkeit behalten, hätten Sie sie einmal eingeführt.

Vorsitzender: Die Herren sind also darin nicht einig. Würden Sie über das Maklerwesen sich aussprechen, das nun in Frage kommt?

Sachv. **Cohnstädt:** Das betrifft mehr das praktische Geschäft, über das ich mich als Sachkundiger auszusprechen nicht in der Lage bin.

Vorsitzender: In Frankfurt sind die Bestimmungen ganz andere.

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, sie sind im wesentlichen ganz andere, als hier. Daß der Makler auf eigene Rechnung nichts handeln darf, gilt in Frankfurt nicht, es ist diese Bestimmung nicht eingeführt worden, der Makler hat bei uns eine ganz andere Stellung, er ist Selbstkontrahent bei Zeitgeschäften, während er in Berlin Vermittler ist, aber das Kursrisiko übernehmen muß.

Vorsitzender: Ist er in Frankfurt immer Selbstkontrahent, lauten die Schlußscheine immer auf seinen Namen?

Sachv. **Cohnstädt:** Es mögen Ausnahmen vorkommen, aber, so viel ich weiß, ist es Regel. Der vereidete Makler ist die Vertrauensperson, man sucht sich gleichsam die Adresse aus, indem man an denjenigen Makler sich wendet, der gut genug dafür ist.

Vorsitzender: Er ist also doch wesentlich Kommissionär geworden, Sie sagten, er ist Selbstkontrahent.

Sachv. **Cohnstädt:** Er sucht auf der anderen Seite sich wieder seinen Hintermann, er ist den anderen gegenüber auch wieder Selbstkontrahent, er haftet beiden und übernimmt das Delcredere.

Vorsitzender: Der Makler hat keine Veranlassung, Strohmänner anzugeben? Sie sagten, er sei Selbstkontrahent.

Sachv. **Cohnstädt:** Die Frage mit dem Strohmännerthum habe ich mir erst hier erklären lassen müssen, für Frankfurt trifft das gar nicht zu.

Vorsitzender: Sie haben auch Privatmakler?

Sachv. **Cohnstädt:** Unbeeidete Makler.

Vorsitzender: Sind es so viele, wie die beeideten, oder stehen sie in der Zahl oder Bedeutung nach?

Sachv. **Cohnstädt:** Dessen bin ich nicht gewiß, es giebt sehr viele unbeeidete Makler und darunter viele, mit denen man gern handelt, man würde aber, wenn heute das Maklergewerbe freigegeben würde, mit den beeideten Maklern nach wie vor in demselben Umfange handeln, weil man sie für vertrauenswürdig hält.

Vorsitzender: Man würde also doch auf das Institut der vereideten Makler Werth legen, weil sie öffentliche Vertrauenspersonen sind, aber hat sich das nur historisch erhalten?

Sachv. **Cohnstädt:** Es hängt damit zusammen, in welcher Weise für eine richtige Kursfeststellung zu sorgen wäre. Das ist eine sehr schwierige Frage, das liegt so im Nebelhaften, daß man schon deshalb vielfach geneigt ist, für die vereideten Makler einzutreten, während andere der Meinung sind, daß dieses Institut eine Monopolisirung sei, welche an sich keine Berechtigung habe.

Vorsitzender: Sie würden es im Wesentlichen bei dem bestehenden Zustande lassen. Wollen Sie (zum Sachv. Christians) sich äußern?

Sachv. **Christians:** Ich hätte nur zu sagen, daß ich es richtig finden würde, den Maklern trotz ihrer Vereidigung und Beibehaltung der Vereidigung den eigenen Handel zu gestatten, denn thatsächlich liegt die Sache so, daß der Makler selbst übernehmen muß; diejenigen, die sehr gewissenhaft sind und dies ihres Eides wegen nicht thun, machen eben kein Geschäft, die meisten aber, um überhaupt Geschäfte zu machen, müssen auch übernehmen. Deshalb meine ich, da die Durchführung dieser eidlichen Verpflichtung nicht möglich ist, so sollte man sie ihnen abnehmen. Im Uebrigen aber würde ich für die Beibehaltung des Zustandes, wie er hier ist, sein, denn im großen Ganzen ist die Art und Weise der Kursfeststellung hier eine durchaus zuverlässige.

Vorsitzender: Es wird gesagt, die Beibehaltung habe keine rechte logische Konsequenz.

Sachv. **Christians:** Ich sage auch, wer soll überhaupt die Kurse feststellen, wenn nicht gewisse Makler, ob sie schließlich vereidet sind oder nicht. Wenn man sie fallen läßt, so kann Jeder kommen; es handeln so und so viele als unvereidete Makler, aber sie können nicht alle bei der Kursfeststellung verwendet werden.

Vorsitzender: In den Hansestädten hat man keine vereidigten Makler, aber man hat eine Zahl aus den unvereidigten Maklern herausgewählt, welche speziell die Kurse feststellen.

Sachv. **Christians:** Das würde nach meiner Meinung auch genügen, es würde der Eid überhaupt unnöthig sein, den könnte man den Leuten schenken.

Vorsitzender: Wie ist es mit der Verpflichtung, keine Aufträge von Abwesenden entgegenzunehmen und mit der Bestimmung, keine Gehilfen zu halten?

Sachv. **Christians:** Auch das ist eine Bestimmung, die nicht eingehalten wird. Der Makler muß eine Stunde weg, muß sich vertreten lassen, thatsächlich haben sie alle Gehilfen.

Vorsitzender: Gestern setzte ein hier vernommener Berliner Makler auseinander, daß die Gehilfen nur zu mechanischen Geschäften verwendet werden.

Sachv. **Christians:** Das ist für gewöhnlich so, aber ich habe gesehen, daß die Gehilfen auch sehr bedeutende Aufträge entgegen genommen haben; das kommt auch vor.

Vorsitzender: Das würde nicht erlaubt sein. Sie scheinen mir auch für Erhaltung des jetzigen Zustandes zu sein, abgesehen von dem Verbot, Verbindlichkeiten zu übernehmen.

Ich glaube, daß es zweckmäßig ist, hier abzubrechen, da wir morgen zwei andere Sachverständige nach über dieselben Themata von Frage 13 an zu vernehmen haben. Es würde zu Wiederholungen führen, wenn wir die beiden anwesenden Herren zuerst allein vernehmen wollten.

(Schluß 4 Uhr.)

Sechsundzwanzigster Verhandlungstag.

(Neunundzwanzigste Kommissionssitzung.)

Sonnabend, den 2. Juli 1892.

Stellvertr. Vorsitzender Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Der Herr Präsident ist vorläufig verhindert, die heutige Sitzung zu leiten.

Die beiden Sachverständigen, Herren Wiener und Dr. Müller, sind heute noch einmal erschienen. Herr Wiener, bis zu welcher Frage sind Sie vernommen worden?

Sachv. **Wiener:** Bis zu Nummer 15.

Stellvertr. Vorsitzender: Die beiden anderen Herren sind noch nicht so weit gekommen. Mit ihnen haben wir nur die Fragen bis einschließlich 13 erledigt. Dann hätten Sie sich also zunächst noch über die Maklerbanken zu äußern.

Sachv. **Cohnstädt:** Das ist ein Punkt, über den ich mich aus eigener Erfahrung gar nicht äußern kann. Wir haben keine Maklerbank in Frankfurt.

Stellvertr. Vorsitzender (zum Sachv. Christians): Wollen Sie sich darüber äußern.

Sachv. **Christians:** Ich kann nur sagen, daß die Maklerbanken sich für das heutige Zeitgeschäft in Aktien, Bank- und Montanwerthen als sehr nützlich erwiesen haben. So lange man also diese Zeitgeschäfte in den Aktien von Gesellschaften mit verhältnißmäßig geringem Kapital beibehält, so lange sehe ich nicht ein, daß die Maklerbanken irgend einen Schaden stiften; im Gegentheil, sie sind da ein sehr nützliches Glied. In kritischen Zeiten haben sie sich immer sehr widerstandsfähig erwiesen. Würde man das Zeitgeschäft, wie ich es vorgeschlagen habe, auf die Papiere mit mehreren hundert Millionen Mark Kapital beschränken, so daß also dadurch das Zeitgeschäft in Aktien von Bank- und Industriegesellschaften in Wegfall käme, dann würden die Maklerbanken voraussichtlich ziemlich verschwinden. Ich glaube, sie würden sich den Boden entzogen sehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Haben sich nach der Richtung hin Uebelstände ergeben, daß Direktoren anderer Bankinstitute zugleich Mitglieder des Aufsichtsraths von Maklerbanken sind? Ist Ihnen darüber nichts bekannt?

Sachv. **Christians:** Das ist mir nicht speziell bekannt; das entzieht sich der öffentlichen Beobachtung.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich möchte die Frage aus meiner Erfahrung bejahen. Ich weiß aus Aeußerungen eines Direktors einer großen Bank, die er vor Zeugen gemacht hat, daß er seine Spekulationsmaßnahmen sehr häufig auf seine Kenntniß der Positionsverhältnisse stützt, die er aus den Büchern der Maklerbanken, also besonders des Börsen-Handelsvereins entnimmt. Sieht er z. B., daß sich ein starkes Découvert in schwachen Händen gebildet hat, so jagt er durch ostentative Käufe der kleinen Spekulation einen Schrecken ein, zwingt sie,

sich zu decken, die Kurse steigen, und er hat dann einen sicheren Gewinn in der Hand, ebenso umgekehrt, wenn er sieht, daß die Hausseposition sich in schwachen Händen befindet, so geht er mit Blankoverkäufen vor. Dieses Spiel wiederholt sich in Zeiten großer Konjunkturen ja nicht sehr häufig, da es dann im Interesse der großen Spekulation liegt, eine Stetigkeit der Kursbewegung hervorzurufen oder zu wahren; dagegen in Zeiten unsicherer Konjunkturen, wo es also leicht ist, die spekulative Meinung hin und her zu beeinflussen, wiederholt sich dieses Spiel fast jeden Monat.

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist von anderer Seite dagegen darauf hingewiesen worden, daß einerseits die Mitglieder des Aufsichtsraths, welche zugleich Direktoren anderer Banken sind, sich wohl im Allgemeinen über die Geschäftsführung informirten, dagegen wegen dieser Interessenkollision es ablehnten, Einblick in die Bücher und die speziellen Engagements zu nehmen. Andererseits ist allerdings auch von Sachverständigen, die früher Mitglieder des Aufsichtsraths von Maklerbanken gewesen sind, ausdrücklich bestätigt, daß, wenn diese Mitglieder des Aufsichtsraths ihre Pflicht thäten und die Rechte wahrnähmen, die ihnen das Aktiengesetz zuweist, sie unbedingt Einblick in die Bücher und die Engagements nehmen müßten; aber es wäre das deshalb vielleicht nicht so bedenklich, weil sie ja doch meistens nur bei einer Maklerbank betheiligt wären, und daher doch nicht den ganzen Markt zu übersehen in der Lage wären. Haben Sie diesen Erörterungen gegenüber noch etwas zu bemerken?

Sachv. Dr. **Müller:** Was ich gesagt habe, gründet sich auf das mir wohlverbürgte Geständniß eines Aufsichtsrathsmitgliedes der bedeutendsten Maklerbank. Er wird wohl aus den Positionsverhältnissen der Kundschaft dieser einen Bank mit Sicherheit auf die Positionsverhältnisse der ganzen Spekulation zu schließen vermögen, sonst würde er nicht seine Maßnahmen danach treffen. Auch ist es mir sehr wahrscheinlich, daß zwei oder mehrere Aufsichtsrathsmitglieder verschiedener Maklerbanken gemeinsame Sache machen.

Sachv. **Wiener:** Ich habe mich über die Maklerbanken schon kurz bei einer anderen Gelegenheit, als es sich um die Liquidationskassen handelte, ausgelassen, möchte aber noch gegenüber dem, was Herr Dr. Müller angeführt hat, bemerken, daß die Maklerbanken, wenn sie kassirt würden, jedenfalls durch private Maklerfirmen ersetzt werden könnten, bei denen alle Mißstände wiederkehren würden, die gegenwärtig mit den Maklerbanken verbunden sind, während diese Institute freilich nach anderen Richtungen hin durchaus legitime Funktionen des Verkehrs erfüllen. Würden die Maklerbanken beseitigt werden, so würden, wie das auch jetzt schon der Fall ist, private große Maklerfirmen, bei denen es nur ein Zufall ist, daß sie sich nicht schon als Aktiengesellschaften konstituirt haben, existiren; es würden mehrere Bankfirmen zusammentreten, die eine solche private Maklerbank mit dem nöthigen Kapital ausstatten und zum Theil in viel großartigerem Maßstabe, als es jetzt schon der Fall ist, das Gewerbe der Maklerbanken betreiben können.

Stellvertr. Vorsitzender: Liegt nicht gerade das Bedenkliche in der Form der Aktiengesellschaft? Die Aktiengesellschaft verlangt eben einen Verwaltungsapparat, eine Anzahl von Mitgliedern des Aufsichtsraths, und das Gesetz schreibt vor, daß diese sich eingehend über die Geschäftsführung zu informiren haben. Wenn ein Privatmann eine derartige Maklerbank betreibt, so gewinnt er ja naturgemäß auch durch die Mittheilungen, die ihm von Seiten des Publikums zugehen, einen gewissen Einblick in das Geschäft; aber dieser Einblick ist schließlich kein anderer, als der, den jeder große Bankier hat. Auch — ich will einmal sagen — eine Gesellschaft, wie die Diskontogesellschaft oder irgend eine andere, hat einen gewissen Einblick in die Spekulationen einer großen Anzahl von Privat-

funden; das Bedenkliche liegt aber in der Interessenkollision, die dadurch hervorgerufen wird, daß die Mitglieder des Aufsichtsraths, die gleichzeitig Leiter anderer Institute sind, genöthigt sind, Einblick in die Engagements zu gewinnen.

Sachv. Wiener: Ich halte es für selbstverständlich, daß solche Sozien sich das zur Bedingung machen werden, wenn sie ihr Kapital für derartige Zwecke hergeben, auch eine umfangreiche Kontrale über die von den Maklerbanken eingegangenen Verpflichtungen auszüben zu können.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann allerdings würde das nicht viel ändern.

Ich bitte, dann zu Nummer 15 überzugehen.

Sachv. Wiener: Herr Geheimrath, darf ich mir vorher noch das Wort erbitten.

Von Herrn Senatspräsidenten Wiener ist bei meiner vorigen Vernehmung der Wunsch ausgesprochen worden, daß das entsprechende thatsächliche Material für die von mir aufgestellte Behauptung über die Sperrstücke beigebracht werden möge. Das habe ich heute gethan, und wenn Sie gestatten, werde ich in aller Kürze das Material vorlegen. Die Bestimmtheit, mit der Herr Geheimrath Frentzel — — —

Stellvertr. Vorsitzender (den Redner unterbrechend): Ich möchte zunächst zur Aufklärung bemerken, daß Herr Geheimrath Frentzel bereits selbst Veranlassung genommen hat, festzustellen, daß er sich in einer Beziehung geirrt hätte, daß diese Sperrungen zwar nicht ausdrücklich in den Prospekten selber vorgekommen wären, wohl aber in den Veröffentlichungen der Presse, die man auf die Emissionsfirmen hätte zurückführen müssen —

(Geheimer Kommerzienrath Frentzel: Auch sogar in den direkt von dem Emittenten unterschriebenen Zeichnungsbedingungen!),

ja auch in den Zeichnungsbedingungen. Das hat also bereits Herr Geheimrath Frentzel aufgeklärt. Es wird aber doch immerhin von Interesse sein, Näheres zu erfahren.

Sachv. Wiener: Ich will bemerken, daß ich ganz zufällig einen Zeitungsband herausgegriffen habe. In diesem Bande sind mehr derartige Prospekte vorhanden, als ich hier erwähnen will. Ich habe nur einzelne als charakteristisch herausgegriffen. Da findet sich ein Prospekt über die Aktien der Stettiner Dampferkompagnie, die am 24. Januar aufgelegt wurden. In der von der Firma Max Pick unterzeichneten Aufforderung zum Erwerb der Aktien heißt es:

> „Bevorzugt werden diejenigen Zeichner, welche sich verpflichten, die ihnen zugetheilten Aktien bis zum 1. April cr. nicht zu verkaufen und den Dividendenschein per 1889 bis zu diesem Termin bei mir zu deponiren."

Der Emissionskurs war 156 Prozent, am 20. Juni dieses Jahres notirte das Papier 82 Prozent.

Dann finde ich unter dem 1. Februar unter dem Prospekt der Aktiengesellschaft für elektrische Glühlampen, Patent Seel,

(Geheimer Kommmerzienrath Frentzel: 1889!)

1889, aus der Emissionsaera, von der Firma L. und S. Wolff unterzeichnet, wiederum im Prospekt, respektive in der darauf folgenden Aufforderung zum Kauf der Aktien:

> „Bevorzugt werden diejenigen Zeichner, welche sich schriftlich verpflichten, die ihnen zugetheilten Aktien bis zum 1. Mai 2c."

Der Emissionskurs war 150, der erste Kurs an der Börse 166, am 13. Februar 1889 notirte das Papier 188, am 20. Juni dieses Jahres 21 Prozent.

Stellvertr. Vorsitzender: Von welchem Tage ist der Prospekt?

Sachv. **Wiener:** Vom 1. Februar 1889.

Stellvertr. Vorsitzender: Also am 1. Februar ist der Prospekt erlassen, und bis wann sollte die Sperre dauern?

Sachv. **Wiener:** Bis zum 1. Mai.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** desselben Jahres.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wie standen sie an dem Tage, an dem die Sperre aufhörte?

Sachv. **Wiener:** Das habe ich nicht notirt, habe es auch gar nicht notiren wollen, weil auf den Kurs sehr verschiedenartige andere Thatsachen damals eingewirkt haben können. Die Aktien der Klosterbrauerei Röderhof wurden am 7. Februar von der Firma Arons und Walter aufgelegt. In der dem Prospekte beigefügten Aufforderung der Firma findet sich, und zwar, wie in allen diesen Fällen, mit fetter Schrift hervorgehoben, die Bemerkung:

„Bevorzugt werden diejenigen Zeichner, welche sich verpflichten, die ihnen zugetheilten Aktien bis zum 6. Mai cr. nicht zu verkaufen rc."

Der Emissionskurs war 139, der Kurs am 20. Juni d. J. 103,75. Die Sperre dauerte hier also bis zum 6. Mai. Bei den Aktien der Preßspanfabrik Untersachsenfeld finden sich dieselben Angaben. Am 14. Februar werden die Aktien von der Firma A. Busse aufgelegt, die Sperre soll dauern bis zum 15. Mai. Emissionskurs $124\frac{1}{2}$ am 20. Januar dieses Jahres 88 Prozent.

Am 26. Februar werden die Aktien von Hein, Lehmann und Co. zu 164 Prozent aufgelegt von Friedländer und Sommerfeld. Die Sperre dauerte bis zum 1. Juni. Der erste Kurs wurde gleich $185\frac{1}{4}$. Am 20. Juni d. J. notirte das Papier 25 Prozent.

Ich weiß nicht, ob ich über das, was ich hier anzuführen habe, hinausgehe, wenn ich erwähne, daß ich am 16. März 1889 in einem Artikel des „Berliner Tageblatts" „Vom europäischen Geldmarkt" schon ausdrücklich auf diesen Gegenstand hingewiesen wurde. Es heißt in diesem Artikel:

„Dagegen bedeutet allerdings die Einrichtung, daß die Emissionsfirmen für die neuen Papiere eine Sperre festsetzen, aber auch während der Sperre Kurse notiren lassen, einen wirthschaftlichen Nonsens, der unbedingt beseitigt werden müßte . . ."

Es hat wohl keinen Werth, Weiteres zu verlesen. Die Aktiengesellschaft für Hutfabrikation habe ich mir aus dem Grunde noch besonders bezeichnet, weil hier ausdrücklich in den von der Firma ausgegebenen Mittheilungen steht: „eine Sperre der Stücke findet nicht statt". Das war die Ausnahme.

Stellvertr. Vorsitzender: Aber auch die Aktien dieses Unternehmens sind, glaube ich, im Kurse ganz wesentlich heruntergegangen.

Sachv. **Wiener:** Ja!

Stellvertr. Vorsitzender: Ist das die Hutfabrik Guben?

Sachv. **Wiener:** Ja, die Aktien der Aktiengesellschaft für Hutfabrikation, von L. und S. Wolff aufgelegt.

Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Wie nannten Sie die Gesellschaft, von der Sie eben sprachen? Doch nicht die Aktiengesellschaft für Anilinfabrikation?

Sachv. **Wiener:** Nein, Wolff, der übertrumpfte sich selbst. Denn er hatte erst eben vorher mit Sperre emittirt und glaubte jetzt sein Geschäft zu machen, gerade indem er die Sperre unterließ. Das war auch kaum mehr nöthig. Denn jetzt war das Publikum in einem Grade vom Paroxysmus erfaßt, daß es auch ohne Sperre ging.

Nun möchte ich noch Folgendes hinzufügen: ich habe nämlich hier noch einen anderen Prospekt.

Stellvertr. Vorsitzender (einfallend): Das Vorgelesene genügt ja.

Sachv. **Wiener:** Meiner Ansicht nach kommt es für die Beurtheilung der Sache gar nicht darauf an, ob die Bemerkung betreffs der Sperre im Prospekt stand, oder ob sie dem Prospekt hinzugefügt wurde. Die Thatsachen lagen so: es wurden in jedem Falle Kurse notirt, die sich auf einem künstlichen Boden bewegten. Wenn nun demgegenüber von Herrn Geheimrath Frentzel bemerkt wurde, daß auch der Staat seine Anleihen unter solchen Bevorzugungen ausgiebt, so gestehe ich zu, daß die Fiktion auch in diesem Falle vorhanden ist. Aber die Fiktion wird dann doch nicht begangen zur Selbstbereicherung Einzelner, und die Emission und Unterbringung einer Staatsanleihe liegt in dem Grade im allgemeinen Interesse, daß ebenso von einschränkenden Bestimmungen betreffs der Sperrstücke abgesehen werden könnte, wie das Aeltestenkollegium überhaupt keine Prospekte von Staatsanleihen fordert, während sie für alle anderen Emissionen zur Bedingung gemacht sind. Herr Kommerzienrath Mendelssohn hat zu meinen Ausführungen über die Sperrstücke erklärt: ja wenn das Aeltestenkollegium oder das Börsenkommissariat Emissionen nur in den Fällen zuließe, wo die Klausel betreffs der Sperrstücke nicht zur Anwendung kommt, so würde folgendes Kunststück gemacht werden: das Papier würde emittirt und sofort einem anderen Bankier überlassen werden, der nunmehr sperren könnte, so viel er will. Da muß ich nun sagen, wenn Herr Kommerzienrath Mendelssohn

(Kommerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Pardon, ich möchte nur richtig stellen, das habe ich nicht gesagt, sondern das hat auch Herr Geheimrath Frentzel gesagt)

— So? Es ist aber jedenfalls gesagt worden. Mir war es ganz so in Erinnerung; aber ich könnte mich ja in Bezug auf die Person irren — es liegt das allerdings nahe und kann als ein begründeter Einwand erscheinen; aber das muß ich sagen, wenn man wirklich bei der Börse immer darauf gefaßt sein soll, daß sie in dieser Weise klare Bestimmungen umgeht, so halte ich es nach dringender, als es bisher meiner Ueberzeugung entsprach, für erforderlich, daß die Börse unter eine andere Kontrole gestellt wird, als es die gegenwärtigen Börsenkommissionen sind. Eine Börsenkommission, in der wirklich öffentliche Interessen wahrgenommen werden, würde sich über solche Umgehungen zu orientiren wissen, und wenn sie sich darüber orientirt hat, daß ein derartiger Coup gemacht worden ist, so würde sie die Emissionsfirma, wie auch die Firma, die sich dazu hergegeben hat, dieses Schnippchen zu schlagen, in entsprechender Weise zu treffen wissen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, ich glaube, daß ich in Bezug auf die Staatsanleihen gesagt habe, daß es auch da Sitte sei, daß die Zutheilungsstelle sich das unkontrolirte Recht vorbehält, diese Vertheilung zu besorgen, daß sie dem Publikum nicht das Recht giebt, etwa zu kontroliren, und daß sie also das Recht herleitet, daß sie Personen, von denen sie annimmt, daß sie die Anleihe mehr zur Kapitalsanlage benutzen wollen, unter Umständen reichlicher bedenkt als andere, von denen sie annimmt, daß sie nur eine kurze Spekulation machen wollen. Diese Erwägung — das habe ich damals erklärt — halte ich an und für sich für eine berechtigte und für einen Gesichtspunkt, gegen den man eigentlich nichts haben sollte.

Das Zweite ist nun die praktische Frage. Insofern, glaube ich, sind wir jetzt über die Thatsache einig, daß in den Prospekten selbst, also in denjenigen Schriftstücken, welche dem Kommissariat zur Prüfung vorgelegen haben, ein solcher Vermerk sich nicht gefunden hat. Nicht wahr, darüber sind wir doch einig?

Sachv. **Wiener:** Ich möchte fragen, ob nicht die Aufforderung zur Zeichnung auch dem Börsenkommissariat vorliegt?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nein, die liegt nicht dem Börsenkommissariat vor.

Sachv. **Wiener:** Das halte ich allerdings für einen großen Fehler.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es liegt doch wohl eigentlich in der Natur der Sache. Das Börsenkommissariat sagt nur: gegen die Einführung und den Handel an der Börse mit Papieren der im Prospekt beschriebenen Art haben wir aus den formellen Gesichtspunkten nichts einzuwenden. Den Handel selbst in irgend einer Weise zu dirigiren, hat bisher das Börsenkommissariat nicht für seine Aufgabe gehalten, und Herr Wiener hat ja das nun als neue Aufgabe des Börsenkommissariats hingestellt, wenigstens in dem ersten Augenblick eine derartige Direktion auszusprechen. Ich glaube, ich habe Herrn Wiener schon damals entgegengehalten: wenn ein Papier, das längst an der Börse eingeführt ist, von einer Partei an eine andere verkauft wird, und der Verkäufer stellt etwa diese Bedingung: du mußt mir die Gewähr bieten, daß du in einer gewissen Zeit nicht wieder verkaufst, so ist das, wie ich glaube, nicht eine irgendwie mit einem Banne zu belegende geschäftliche Abmachung. Nun frage ich: wodurch wird das nun anders bei der Emission? Ich könnte höchstens einen Grund finden — den will ich allerdings zugeben. Das Börsenkommissariat hat also das Prinzip, Papiere, deren Kapital nicht 1 Million beträgt, nicht zuzulassen, und insofern will ich zugeben, daß es eine gewisse Täuschung ist,

(Freiherr von Huene: Sehr richtig!)

wenn auf diesem Wege diese Million, oder wenn ein anderer Satz gefunden wird, dieser andere Satz umgangen wird. Insofern gebe ich der Andeutung des Herrn Wiener nach, und ich will thatsächlich bemerken, daß mir berichtet ist, daß in einem neueren Falle, wo allerdings zu Ohren des Börsenkommissariats der Wille der Emissionsfirma gekommen war, nur einen Theil der Emission, und zwar einen Theil, der geringer war als diese Million, herauszugeben, das Börsenkommissariat sich eine Erklärung verschafft hat, daß mindestens 1 Million in den freien Verkehr gesetzt werden müßte. Es ist das ein Fall aus der neuesten Zeit.

Ich habe schon das vorige Mal gesagt: ich bin den Grundbedenken des Herrn Wiener absolut nicht abhold; ich muß nur sagen: wir müssen doch, wenn wir derartige Bestimmungen treffen, sie auch wirklich so treffen, daß wir von Hause aus sicher sind, sie thatsächlich auch durchführen zu können, und wenn dabei gesagt wird: in dieser und dieser Weise kann das umgangen werden, so bitte ich, zu glauben, daß ich nicht mich bemühe, wie ich selber etwa das umgehe, denn ich bin gar nicht in die Lage dazu gekommen, sondern das ist eine objektive Beurtheilung, wie sie doch Jeder, der eine Einrichtung trifft, anstellen muß, und ich meine daher, daß man diese Punkte dann finden muß, und darum habe ich mir das eben zu bemerken erlaubt.

Wenn also auch das Emissionshaus sagt: ich will die ganze Emission verkaufen, so kann man es doch unmöglich zwingen, indem man ihm sagt: du mußt es nur auf diese Weise verkaufen aber auf jene Weise verkaufen, das wäre eine gewisse Bedrängniß, und sowie ich ihm sage: du mußt die ganze Emission verkaufen, so wird der Betreffende im Stande sein — ich glaube das wenigstens, ich kann mir den Fall konstruiren —, den Nachweis zu bringen: ich habe sie verkauft, aber mein Abkäufer hat sie nun in der Tasche behalten. Das kann ich nicht mehr hindern, und darum bitte ich Herrn Wiener, nicht bloß prinzipiell die Sache zu rügen, sondern sich auch zu bemühen, die praktische Handhabe zu finden, die man in solchen Fällen verwendet. Denn wenn er

mir nun sagt: ja, dann soll das Börsenkommissariat oder die Börsenbehörde, wie er sie sich nun denkt, gleichviel, mit disziplinaren Mitteln kommen, so muß ich doch zu erwägen geben, daß man dann immer beweisen muß, daß mit Bezug auf die erste Einführung an die Börse etwas geschehen ist, was in einem späteren Stadium keineswegs mehr als straffällig gelten und betrachtet werden kann.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte zunächst bemerken, daß das von Herrn Geheimrath Frentzel erwähnte Verhalten der Staatsfinanzverwaltung doch eigentlich mit dieser Frage gar nichts zu thun hat. Denn dort handelt es sich um keine Sperre, sondern um eine Begünstigung der kleinen Zeichner.

Ich habe ferner Herrn Wiener nur so verstanden, daß er den zweiten Einwurf als einen an sich nicht unberechtigten aufgefaßt hat, und sein Vorschlag richtet sich ja auch dahin, diesen Mißbrauch eventuell zu ahnden, und die Ahndung würde ja auch wohl eintreten können, wenn ein ursächlicher Zusammenhang für diese beiden Manipulationen festzustellen wäre. Wenn also beispielshalber unmittelbar darauf, nachdem am 1. Januar die Emission stattgefunden hat, der ganze Kapitalbetrag an einen Anderen abgetreten wird, und dieser nun zur Zeichnung auffordert und unter dem 2. oder 3. Januar dasselbe veröffentlicht, was sonst die Emissionsfirma veröffentlicht hat, dann würde man doch wohl einen ursächlichen Zusammenhang herstellen und in einem solchen Falle wohl auch disziplinarisch gegen die betreffenden Firmen einschreiten können.

Kammerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ja, ich kann mir denken, daß die Börsenkommission in der Lage sein könnte, zu sagen: ich lasse Prospekte nicht zu, in denen eine derartige Klausel steht. Aber ich frage den Herrn Sachverständigen, ob das einen besonderen Nutzen haben würde, weil es eben, wie früher erwähnt, doch möglich sein wird, daß die Emissionsfirma, wenn nicht durch öffentliche Annonce, aber durch private Abmachungen mit ihren Kunden faktisch dasselbe bewirken kann, nämlich daß ein großer Theil festgelegt wird. In diesem Falle würde sich ja natürlich der Thatbestand selbst wenig ändern. Ich möchte wissen, ob der Herr Sachverständige auch dieser Ansicht ist.

Wenn Herr Geheimrath Frentzel sagte: ich gebe zu, daß allerdings ein derartiges Verfahren ja ziemlich den anderen Grundsatz kontrekarrirt, daß man nämlich keine zu kleinen Summen für die Einführung eines aufzulegenden Effekts an der Börse zulassen soll, so glaube ich, ist das doch nur pro tempore richtig. Denn es würde das doch nur der Fall sein, solange die Sperre dauert. Nachher aber würden ja die natürlichen Verhältnisse wieder eintreten, und es würde dann also doch das erreicht werden, was damals bei der Aufstellung dieser Bedingungen vorgeschwebt hat, nämlich daß kein zu kleines Material für eine bestimmte Emission an die Börse gelangen soll.

Stellvertr. Vorsitzender: Sie werden aber zugeben, daß, wenn erst die Effekten in den Händen des Publikums sich befinden, eine derartige Vereinbarung mit einzelnen sehr viel schwieriger ist, als in dem Augenblick, wo das Emissionshaus allein Eigenthümer und Besitzer sämmtlicher Stücke ist.

Kammerzienrath **Mendelssohn-Bartholdy:** Ich meine, daß der Vorgang meist der ist, daß das Emissionshaus, das ja seinen Kunden den Prospekt, welcher in den Zeitungen steht, gleichzeitig direkt zuzusenden pflegt, einen Zettel beilegt, oder sonst auf irgend eine Weise zur Notifikation bringt, daß, falls sie sich verpflichten, so und so lange die Stücke liegen zu lassen, sie also nicht zum Verkauf zu bringen, sie wenn thunlich vorzugsweise berücksichtigt würden. Ich meine, auf diese Weise wird ja auch ungefähr dasselbe erreicht, als wenn es im Prospekt steht.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube, über diese Sache hat sich bereits Herr Wiener geäußert. Er würde ein der-

artiges Verhalten unter ehrengerichtliche Kontrole stellen und als eine Umgehung der Bestimmungen ansehen. Ich glaube, wir wollen die Sache nicht weiter ausdehnen.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte nur noch sagen: es wird in der Frage, die, glaube ich, doch ziemlich allgemein hier als Mißstand angesehen wird, gar nichts erreicht werden, wenn zu viel erreicht werden soll. Es soll der offen zu Tage tretende Mißstand beseitigt werden. Daß wir nicht allen möglichen Verklausulirungen desselben Verfahrens werden entgegenwirken können, glaube ich wohl; aber mindestens soll das, was offenkundig ist, unterdrückt werden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich muß doch sagen: ich halte die Anregungen, die gegeben worden sind, für recht dankenswerth. Aber ich denke mir die Ordnung der Sache ungefähr so, daß die Prospektanten gefragt werden, ob sie selbst die Absicht haben, mittelst öffentlicher Aufforderung zur Zeichnung vorzugehen. In diesem Fall hätten sie meines Erachtens schon die betreffenden Bedingungen, unter denen sie auffordern wollen, dem Börsenkommissariat vorzulegen.

Nun ist ja sehr wohl denkbar, daß ein derartiger Zwang dazu führen kann, daß der betreffende eigentliche Prospektant die Anleihe einem Anderen giebt. Ich glaube nicht, daß die Konsequenz dann die sein wird, daß in acht Tagen der Andere wieder mit einem Aufgebot zur Zeichnung auftritt, sondern er wird allerdings dann unter der Hand die Papiere unterzubringen suchen, und dann fragt es sich nun aber doch einmal, ob, wenn nachgewiesen werden kann, daß dies ein fiktives Geschäft ist oder daß es doch mit dem anderen zusammenhängt, indem die Erwerber nur die Kommissionäre der Emittenten sind, man dann nicht sagen könnte, vom Standpunkt der Disziplin des Börsenkommissariats aus: das ist eine Vereitelung der Tendenz der Zulassung, nach welcher, wenn ihr überhaupt von uns die Notiz zum Handel verlangt, ihr das Papier auch dem Verkehr übergeben müßt.

Wenn ich auch keinem Privatmann verbieten kann, ein Kaufgeschäft zu machen, bei dem er sich in dieser Weise sichert, so wäre man doch berechtigt, bei dem Akt, um den es sich hier handelt, dem Akt des wirklichen Indenverkehrbringens, der Fruktifizirung der Erlangung der Notiz, derartige separate Nebenabkommen, welche den eigentlichen Zweck vereiteln, zu verhindern.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich wollte mir zur Frage der Umgehung eine thatsächliche Mittheilung erlauben. Als diese Bedingung erstmalig oder zwei, drei Mal in Prospekten aufgetaucht war, haben wir damals mit solchem Nachdruck dagegen Front gemacht, daß man sich in dem eigentlichen engeren Wirkungskreise unseres Blattes nicht mehr erlaubte, derartige Bedingungen in den Prospekt zu setzen, und da habe ich die Wahrnehmung gemacht, daß das Publikum — es war bereits in Spekulationswuth gerathen — freiwillig gekommen ist und solche Klauseln angetragen hat, daß die Zeichner also, ohne daß es ihnen irgendwie, sei es durch Prospekte oder Zirkulare, vorgeschlagen war, schrieben: ich wünsche so und so viel, theilen Sie mir das möglichst fest zu; ich verpflichte mich, die Stücke bei Ihnen liegen zu lassen, damit Sie kontroliren können, daß ich nicht Agiotage treiben, sondern die Sache wirklich behalten will. Da ist die Grenze, zu der man gehen kann, eigentlich schon dadurch gezogen, daß Sie nicht mehr verbieten können, daß Jemand sich feste Stücke zutheilen läßt — nichts, wovon gestern die Rede war, sondern etwas ganz Anderes und Legitimes, daß Jemand sagt: ich will eine Kapitalsanlage haben, ich will feste Stücke, und von diesem Zeichner, der wirklich feste Stücke haben will und von dem der Emittent glaubt, daß er sie haben will und daß er nicht bloß Agiotage auf dem Rücken des Emittenten treiben will, von dem wurde mit Recht hervorgehoben: da handelt es sich um eine ganz

solide Kapitalsanlage. Während ich also glaube, daß man dieses öffentliche Aussprechen derartiger Bedingungen, die ganz gewiß bösartig mißbraucht werden können, absolut nicht zulassen sollte, glaube ich andererseits, daß man nicht zu weit gehen darf, damit man nicht das Zutheilen von festen Stücken zur reellen Kapitalsanlage hindert.

Sachv. **Christians:** Auch ich sage, so verständig der Vorschlag theoretisch ist, so wird doch in der Praxis das eintreten: wenn man das offene Anerbieten verhinderte, diejenigen zu bevorzugen, welche die Stücke eine Zeit lang liegen lassen wollen, so würde es eben heimlich geschehen, wie auch Herr Kommerzienrath Mendelssohn hervorgehoben hat. Gerade so wie die Provisionszusicherungen mittels rother Zettel auf den Emissionsprospekten den Bankiers zugehen, so wird man ihnen dann sagen: unter den und den Bedingungen gebe ich größere Beträge, und das, meine ich, ist ein viel größerer Fehler. Wenn ich weiß, daß da Sperrstücke existiren, daß also nur ein Theil des Materials am Markt ist, dann kann ich daraufhin die Sache viel eher beurtheilen und den Gang des Geschäfts beurtheilen, als wenn das heimlich geschieht, und ich mir einbilde, es wäre das ganze Material am Markt, sodaß ich mich über den Werth der Kursfeststellung täusche.

Stellvertr. Vorsitzender: Wir können jetzt wohl diesen Punkt verlassen.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte nur noch Folgendes sagen: ich habe mich von vornherein bei Behandlung dieser Frage dagegen verwahrt, daß nicht in die Vertragsfreiheit eingegriffen und es nicht unmöglich gemacht werden soll, daß der Bankier solche Zeichner bevorzugt, die feste Stücke haben wollen, soweit das Publikum freiwillig darauf eingeht, sondern dagegen machte ich Front, daß Papiere, betreffs deren offenkundig ein derartiges Verhältniß vorliegt, zur Kursnotirung zugelassen werden, die doch eigentlich das Verhältniß zwischen freiem Angebot und freier Nachfrage repräsentiren soll, soweit das unter menschlichen Verhältnissen erreichbar ist. In die Vertragsfreiheit würde ich schon deshalb nicht eingreifen wollen, weil das unmöglich wäre; aber daß solche Kurse notirt werden, halte ich für eine Anomalie, die unbedingt beseitigt werden muß.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann bitte ich, sich zu Nummer 15 zu äußern, und zwar können wir gleich die Nummern **15** bis **17** zusammen behandeln.

Sachv. **Cohnstädt:** Die Bedingungen der Zulassung zum Börsenbesuch oder der Ausschließung davon scheinen mir in der That verbesserungsfähig; nur möchte ich vorausschicken, daß ich nicht glaube, daß die Aenderung der vorhandenen Bedingungen von sehr weitgehender Bedeutung für das allgemeine Interesse sein wird, daß also da die Fehler, die jetzt gemacht werden können, in weitgehendem Maße als gemeinschädlich zu betrachten sind.

Für die Zulassung ist hier die Frage aufgestellt, ob persönliche Empfehlungen, Bürgschaft oder Realkaution verlangt werden sollen. Nach den bisherigen Bedingungen für die Zulassung konnte allerdings sehr leicht eine Persönlichkeit Zugang zur Börse finden, die im Interesse der Börse selbst wie im Interesse des Geschäftes wie des Publikums nicht an der Börse sein sollte. Um einen ganz extremen Fall zu erwähnen, erinnere ich an Hugo Loewy. Ich nehme an — ich weiß es nicht positiv —, daß er zur hiesigen Börse zugelassen war. Was hinterher erst über seine Vergangenheit verlautet hat, daß er nämlich schon vorher in Paris schlimme Sachen gemacht hat, das würde, wenn es vorher bekannt gewesen wäre, wohl verhindert haben, daß man ihn hier zuließ. Derartige Vorkommnisse zu verhindern, würde die Vorschrift wohl genügen, daß Jeder, der die Zulassung beantragt, persönliche Empfehlungen, sei es in Form der Empfehlung oder in Form der

Bürgschaft — die nur eine moralische sein kann, wenn sie nicht zur Realkaution werden soll — beizubringen hat. Ob man dafür zwei, drei, vier, fünf solche Empfehlende verlangt, ob man diese wiederum für die schriftliche Empfehlung, die sie einzureichen haben, für die Wahrheit dieser Empfehlung moralisch haftbar machen soll, das sind Fragen der praktischen Erwägung. Es wird keine Gefahr haben, wenn man da auch etwas weit geht, obwohl, wie ich wiederhole, es sich auch auf dem Gebiete nicht um große gemeinschädliche Wirkungen handeln kann.

Ich muß aber doch noch eins einschalten. Glauben Sie nicht, meine Herren, daß es von großer Bedeutung für den Schaden ist, den Jemand anrichten kann, ob er zur Börse zugelassen wird oder nicht. Ich erinnere da an einen praktischen Fall, den wir vor nicht langer Zeit erlebt haben, an einen Fall außerhalb Deutschlands, doch vor unseren Thoren, in Basel. Die Allgemeine Kreditbank dort, ein Institut, das man stets für unsolide gehalten hat, war zur Börse in Basel nicht zugelassen und hat nichtsdestoweniger eine der skandalösesten Schwänzen fertig gebracht, die möglich gewesen sind, im Kampfe mit der ganzen haute finance der Baseler Börse, und zwar siegreich fertig gebracht, bis schließlich der Zusammenbruch kam, der in der Regel ja den Schluß derartiger Schwindeleien bildet.

Die Zulassung abhängig zu machen von einer Realkaution oder von einer materiellen Bürgschaft, was dasselbe ist, halte ich für bedenklich. Meines Wissens ist in London für die Stock Exchange die Vorschrift vorhanden, daß zwei Bürgen für je 500 Pfund Sterling garantiren müssen. Nun, meine Herren, das sind 1000 Pfund Sterling gleich 20 000 Mark. Das ist für einen kleinen Mann eine recht stattliche Summe, die er nicht leicht wird aufbringen können. Für die Menge der Börsenbesucher aber und für die Geschäfte an der Londoner Börse sind 1000 Pfund Sterling etwas sehr Unerhebliches. Diese Kaution ist sehr wenig wirksam. Macht man sie aber sehr wirksam, greift man sie höher, so ist die Folge die, daß dadurch ein Monopol der Großen geschaffen wird, und das ist wieder etwas, was ich vom Standpunkt des großen Publikums für sehr bedenklich hatte. Denn nur die Konkurrenz des Börsenbesuches ist es, die dem Publikum Vortheile verschafft.

Was dann die Wiederzulassung betrifft, so mag es wohl sein, daß man ab und zu ein wenig zu weit gegangen ist. Will man aber die Bedingung stellen, daß die Wiederzulassung einmal insolvent gewordener Persönlichkeiten davon abhängig gemacht werden soll, daß sie unverschuldet in diesen Zustand gerathen sind, so frage ich: was heißt unverschuldet? Wo fängt die Verschuldung an, wo hört sie auf? Jemand, der maßlos spekulirt hat, ist gewiß nicht unverschuldet. Allein wie soll das festgestellt werden, da dieses maßlose Spekuliren doch im engsten Zusammenhange mit seiner wirthschaftlichen Lage steht? Bricht er zusammen in Folge einer Krisis, so kann er sehr leichtsinnig gewesen sein und wird doch sehr leicht entschuldigt werden. Bricht er zusammen, weil die Kurse, sei es nach oben, sei es nach unten, plötzlich heftige Schwankungen durchgemacht haben, so wird es dasselbe sein wie bei der Krisis, und man wird geneigt sein, ihn zu entschuldigen, obgleich er vielleicht gar nicht entschuldbar ist oder umgekehrt. Nun kann der Zusammenbruch erfolgen, weil er leichtsinnig Kredit gewährt hat. Wenn er einem solchen Kunden im Uebermaß Kredit gegeben hat, so ist das in der Praxis das Gleiche, wie wenn er im Uebermaß spekulirt hat. Wie aber, wenn er nicht zusammenbricht, weil einer von seinen Kunden bankerott geworden ist, sondern weil es zwei, drei, vier, fünf sind, die zufällig, sei es in einer Krise oder durch ein besonderes Zusammentreffen, zusammengebrochen sind? Also das Verschulden wird sehr schwer in gerechter Weise festzustellen sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Möchten Sie nicht wenigstens denjenigen ausschließen wollen, der wegen einfachen Bankerutts

und zwar, weil er erhebliche Summen im Differenzspiel verloren hat, verurtheilt worden ist?

Sachv. **Cohnstädt:** Das wird wohl mehr zu dem ehrengerichtlichen Verfahren gehören.

Stellvertr. Vorsitzender: Nein, es handelt sich hier um die Wiederzulassung zur Börse, und ich möchte von Ihnen wissen, ob Sie nicht in einem solchen Falle ein Verschulden als vorliegend ansehen?

Sachv. **Cohnstädt:** Wenn der Betreffende unehrenhaft gehandelt hat.

Stellvertr. Vorsitzender: Nein, nicht unehrenhaft. Er ist wegen einfachen Bankerutts bestraft, weil er erhebliche Summen durch Differenzspiel verloren hat!

Sachv. **Cohnstädt:** Ja, das wird in den meisten Fällen wohl von solchem Eindruck auf die anständige Kaufmannswelt sein, daß man sagen wird: wir können den nicht an der Börse wieder haben. Ich kann mir aber mildernde Umstände denken, daß eine Verurtheilung zwar stattfindet, den Mann aber nicht so moralisch herunterdrückt, daß man ihn absolut von der Börse entfernen muß. Die Wiederzulassung von Insolventen geschieht ja nicht bloß an der Börse, die geschieht ja in jeder Geschäftsthätigkeit, sofern ein Insolventer nicht gerade unehrenhaft gehandelt hat. Nehmen Sie einen Waarenhändler, so werden seine Grossisten oder seine Fabrikanten, die ihm geliefert haben, immer wieder geneigt sein, ihm einen, natürlich sehr beschränkten Kredit zu gewähren, damit er sich einigermaßen wieder emporarbeiten kann. Es mag ja auch vielleicht in ihrem Interesse liegen, da sie nachher wieder zu ihrem Gelde kommen können, und ich glaube, wenn man bisher an der Börse vielleicht zuweilen in der Wiederzulassung zu weit gegangen ist, so ist das nur dieses menschliche Gefühl des Mitleids, daß man sich gesagt hat: dieser Makler, der in seinem Leben nichts Anderes gelernt hat, und der nur an der Börse sein Brot verdienen kann, wird ruinirt, wenn wir ihn ausschließen, und er kann nicht viel Schaden anrichten, wenn wir ihn wieder zulassen, denn Jedermann weiß, daß er insolvent gewesen ist, oder kann es wissen. Er wird einen sehr beschränkten Kredit genießen, es kann jedenfalls kein Schade entstehen, außer für denjenigen, der an der Börse trotz dieses Wissens sich mit ihm einläßt.

Stellvertr. Vorsitzender: Ist das nicht gerade das Bedenklichste, daß Leute, die über gar keine oder über sehr geringe Mittel verfügen und mit einer nicht unerheblichen Schuldensumme belastet sind, schon, um diese Schuldenlast abzuwälzen, in ganz großer Weise Spekulation betreiben? Sie sagen: Jedermann kennt die Verhältnisse einer solchen Person. Ich meine aber — es wird dies wenigstens behauptet —, daß die Erinnerung an solche Vorkommnisse sich in Börsenkreisen noch schneller zu verwischen pflegt als anderwärts, wenn der Betreffende wegen einfachen Bankerutts, auch wegen Differenzhandels u. s. w. bestraft ist.

Sachv. **Cohnstädt:** Es würde also dann derjenige, der ihm weitergehenden Kredit einräumt, eigentlich darin leichtfertig handeln; aber er trägt seine eigene Haut zu Markt. Ich habe bis jetzt nicht gesehen, daß vorgeschlagen wäre, für irgend einen anderen Geschäftszweig die Kreditgewährung zu regeln und da einzugreifen.

Stellvertr. Vorsitzender: Nein, aber man will den Börsenverkehr in der Weise purifiziren, daß Elemente, die, wie Sie selbst sagen, lieber dort nicht sein sollten, möglichst ferngehalten werden,

(Sachv. Cohnstädt: Gewiß!)

und wenn Leute nichts besitzen und durch ihre Vergangenheit bewiesen haben, daß sie einmal leichtsinnig und waghalsig

462*

spekuliren, so frage ich Sie eben, ob das nicht solche Personen sind, die unter diese Kategorie fallen?

Sachv. **Cohnstädt:** Jawohl! Darum habe ich von vornherein ausgesprochen, daß eine Erweiterung, eine Verbesserung der bisherigen Bedingungen allerdings zu wünschen wäre, daß also nach meiner Ansicht darin zuweilen zu weit gegangen ist, und daß man vorsichtiger und zurückhaltender in der Wiederzulassung sein sollte. Das scheint mir mit dem ehrengerichtlichen Verfahren zusammenzuhängen, das hier angeregt ist. Heute kann nach der Frankfurter Börsenordnung — ich weiß nicht, welche Bestimmungen für Berlin bestehen — derjenige ausgeschlossen werden, der wegen betrügerischer Fälschungen, Meineides, muthwilligen oder betrügerischen Bankerutts, Diebstahls oder ähnlicher gegen die Sicherheit des Eigenthums und mit Verletzung gegen Treu und Glauben begangener Verbrechen durch rechtskräftiges Erkenntniß verurtheilt ist. Nun, meine Herren, daß Jemand, der diese Voraussetzungen erfüllt, ausgeschlossen werden soll, halte ich allerdings im Interesse der Börse und der anständigen Geschäftswelt und vor Allem des Publikums für wünschenswerth und für nöthig. Aber diese Bestimmungen scheinen mir nicht weit genug zu gehen. Auf der einen Seite zwingen sie zum Ausschluß desjenigen, der rechtskräftig verurtheilt ist, wenn er auch unter den allermilderndsten Umständen zu einem Farthing verurtheilt wurde, sie gestatten aber dem Schwindler und Betrüger den Aufenthalt an der Börse, der seine Geschäfte in der Weise zu machen gewohnt ist, daß er auf der einen Seite das Strafgesetz- und auf der anderen Seite das Handelsgesetzbuch hat, und der sich nicht scheut, wider Treu und Glauben zu handeln, der sozusagen das Zuchthaus mit dem Aermel streift, aber schlau genug ist, die äußerste Grenze nicht zu überschreiten, oder der aus irgend welchen besonderen Umständen nicht gepackt wurde und nicht gepackt werden konnte.

Das kann eben nur durch eine Art von ehrengerichtlichem Verfahren in richtiger Weise behandelt werden. Ob man nun für ein derartiges Verfahren den Börsenvorstand oder irgend ein anderes Gremium nimmt, ein Gremium, das der Natur der Sache nach immer aus praktischen Geschäftsleuten bestehen müßte, das scheint mir eine untergeordnete Frage zu sein. Aber ich meine, daß, ob man das nun dem Börsenvorstand überläßt oder einem anderen Gremium überläßt, die Vollmachten, die man ihm giebt, weitergehende werden müssen, als sie heute sind. Ich glaube, daß der Börsenvorstand heute nicht in der Lage wäre, von vornherein sicher festzustellen, ob der Eine eine trübe, befleckte Vergangenheit hat, ob der Eine dies oder jenes gethan hat. Der Börsenvorstand kann heute nicht Zeugenvernehmungen in weitgehendem Maßstabe vornehmen

(Zuruf: Namentlich nicht eidliche!)

— namentlich nicht eidliche. Also, ich glaube, daß nach dieser Richtung hin allerdings Manches gebessert werden kann.

Die Frage der Organisation des Verfahrens kann ich nur dahin beantworten, daß ich der Meinung bin: man wird in einem solchen Falle, und besonders wenn man diesem Gremium, das ich voraussetze — ob das Börsenvorstand heißt oder nicht — eine weitergehende Vollmacht giebt, wohl auch eine Revisionsinstanz nöthig haben.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie Mündlichkeit des Verfahrens für zweckmäßig erachten?

Sachv. **Cohnstädt:** Allerdings!

Stellvertr. Vorsitzender: Es ist von manchen Seiten angeregt worden, daß, wenn man auch im Uebrigen eine staatliche Aufsicht perhorreszirt, es doch hier aus anderen Gründen geboten und zweckmäßig erscheinen möchte, die Verfolgung dieser ehrenrührigen Handlungen in die Hände einer staatlichen Instanz zu legen, um die Kaufleute nicht mit ihren Berufsgenossen in

Kollision zu bringen und zu vermeiden, daß die Verfolgung derartiger Ueberschreitungen einen denunziatorischen Anstrich hat. Würden Sie das für zweckmäßig halten? Bei dem Ehrengericht der Anwälte findet ja eine beschränkte Oeffentlichkeit statt; da liegt auch die Verfolgung der Ehrverletzungen in der Hand des Staatsanwalts. Wie würden Sie darüber denken?

Sachv. **Kohnstädt:** Ich würde darin zunächst das praktische Bedenken sehen, daß eine Staatsbehörde, ein Staatsorgan, wahrscheinlich noch seltener in die Lage kommen würde, über derartige Dinge sich zu Gericht zu setzen, als die praktische Geschäftswelt, weil jene selten etwas erfahren würde und selten in der Lage wäre, es so zu verfolgen, und so richtig Kaufleute zu beurtheilen, wie das der praktische Geschäftsmann kann, der die Sache von innen sieht.

Die Frage der ehrengerichtlichen Verhandlung wird bei Nummer 18 wohl noch zu besprechen sein; da hatte ich mir vorgenommen, noch etwas darüber zu sagen.

Stellvertr. Vorsitzender: Dann möchte ich noch fragen, wie Sie sich zu dem letzten Punkte, der Nummer 15, stellen, ob Sie eine korporative Verfassung der Börse wünschen, ungefähr wie sie in London besteht, daß also die Börse eine geschlossene Gesellschaft wird?

Sachv. **Kohnstädt:** Das hängt auf das engste mit dem zusammen, was ich vorher schon sagte, mit der Frage der Kaution. Hat die Börse eine korporative Verfassung, so kann ich mir den Zweck doch nur dann denken, wenn die Zulassung damit erschwert wird. Je mehr diese erschwert wird, desto mehr ist es ein Monopol für die Großen.

Stellvertr. Vorsitzender (zum Sachv. Christians): Bitte, wollen Sie sich äußern.

Sachv. **Kohnstädt:** Ueber Nummer 17 habe ich noch nicht gesprochen.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich nahm an, daß Sie gegen die Staatsaufsicht sind.

Sachv. **Kohnstädt:** Ja, wie ich gestern schon die Ehre gehabt habe, auseinanderzusetzen. Ich meine nur, daß diese Staatsaufsicht heute schon besteht.

Stellvertr. Vorsitzender: In Preußen!

Sachv. **Kohnstädt:** In Preußen, jawohl.

Stellvertr. Vorsitzender: Und für die Ausdehnung einer derartigen Staatsaufsicht auf andere Börsen würden Sie auch sein?

Sachv. **Kohnstädt:** Eine derartige Staatsaufsicht würde ich allerdings für ganz gut halten. Aber die Thätigkeit von einem Staatskommissarius — um das noch kurz zu erwähnen — wie etwa eine solche in Wien besteht, glaube ich, hat sich doch als ganz unwirksam erwiesen. Es könnte höchstens irre führen, wenn das Publikum glaubt, die Börse stehe unter staatlicher Aufsicht, und es würden doch, wie in der hessischen Kammer gesagt worden ist, mehr oder weniger Statisten sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Man könnte sich auch andere Staatskommissare denken, gegen welche Sie diese Bedenken vielleicht nicht würden erheben können.

Sachv. **Kohnstädt:** Sie müßten große Sachkenntniß besitzen und würden sie doch nicht anders anwenden können, als der Börsenvorstand eben auch.

Stellvertr. Vorsitzender (zum Sachv. Christians): Wollen Sie sich äußern?

Sachv. **Christians:** Ich muß mich von vornherein gegen die heutige demokratische Zusammensetzung der Börse und gegen den offen ausgesprochenen Grundsatz erklären, daß man die Börse nicht zum Monopol für reiche Leute machen soll. Die Zahl der reichen Leute ist an der Börse heute schon so groß, daß von einem Monopol gar keine Rede sein kann. Ich finde aber, daß die Börse eine Einrichtung ist, die allerdings nur für vermögende Leute da sein soll, und an der die unbemittelten, die vermögenslosen oder schwach bemittelten Leute einfach nichts zu thun haben sollten. Deshalb, meine ich, sollte man diese auch von vornherein nicht zulassen, und, wenn sie sich als zu schwach erweisen, bei der geringsten Gelegenheit wieder entfernen.

Also die Zulassung zum Börsenbesuch würde ich erheblich erschweren, und zwar auf zweierlei Weise: einmal durch Festsetzung eines nicht ganz unbedeutenden Eintrittsgeldes, und ferner durch eine Art von Ballotage, ein paar Wochen Namensaushang, so daß Jeder seine Meinung dazu sagen kann, und daß dann schließlich der Börsenvorstand per majora entscheidet, ob der Betreffende aufgenommen werden soll oder nicht.

Die bloßen Empfehlungen thun es nicht; die haben wir hier in Berlin auch heute schon. Wer an die Börse will, hat von drei Korporationsmitgliedern die Empfehlung beizubringen. Ja, ich habe noch nicht gehört, daß das ein Hinderungsgrund gewesen wäre für Leute, die absolut mittellos zur Börse kommen; und die Entfernung von der Börse geschieht auch nicht, wie man sie verlangen muß. Ich erinnere z. B. an Schwieger, der augenblicklich im Gefängniß sitzt, den früheren Direktor bei der Handelsgesellschaft. Als er in riesenhaften Spekulationen circa 8 Millionen verspekulirt hatte, da hat man den Mann trotzdem an der Börse gelassen, wo er sodann Maklerei betrieb, und hat es ihm auf diese Weise ermöglicht, mit dem Beamten einer anderen großen hiesigen Bank sich in Verbindung zu setzen und mit diesem gemeinschaftlich diese Bank wiederum um 3 Millionen oder so etwas Aehnliches zu betrügen.

Ja, das wäre nicht möglich gewesen, wenn der Mann von vornherein, als er seine ersten unlauteren Geschichten gemacht hatte, von der Börse entfernt worden wäre. Aber es ist gang und gäbe an der Börse, verkrachte Spekulanten zu stützen — auch in einem anderen Falle, der kürzlich erst passirt ist, wo ein Makler sich in Wesel aus dem Rhein auffischen läßt und hinterher telegraphirt hat: er sei auf der Reise verunglückt. Der Mann hat vor mehreren Jahren bereits auf demselben Punkt gestanden, man hat damals eine große Summe für ihn an der Börse zusammengebracht, anstatt ihn aber von der Börse zu entfernen, hat man ihn weiter da gelassen und er hat weiter Geschäfte gemacht, bis er wieder mehrere 100 000 Mark Schulden hatte und deshalb das Weite suchte.

Stellvertr. Vorsitzender: War das ein vereideter Makler?

Sachv. **Christians:** Nein.

(Sachv. Wiener: Ja!)

Ja doch, also sogar ein vereideter! Ich glaubte, er wäre unvereidet.

Es ist ja in solchen Fällen an der Börse die Regel, daß man herumgeht und für die Betreffenden sammelt, gewissermaßen als wenn irgendwo eine Hungersnoth ist. Ja, da kann sich am Ende Keiner ausschließen; man muß seinen Beitrag zeichnen, damit die Differenzen des Mannes gedeckt werden und er bleiben kann. Wieder ein anderer Spekulant, der sich jetzt in der letzten Epoche sehr vielfach bemerklich gemacht hat, der den Markt in Montanwerthen geradezu terrorisirt und demoralisirt hat und eine maßgebende Rolle auf diesem Gebiet spielte, kam schließlich auch dahin, daß er liquidiren oder viel-

mehr akkordiren mußte. Die Sache ist geheim geblieben, mir ist sie auch nicht ganz genau bekannt geworden — kurz und gut, er hat sich so im Stillen arrangirt, aber während sich das vollzog, hat er ruhig an der Börse weiter spekulirt, ist deshalb keine Stunde von der Börse gewesen und macht heute wieder mit Zeitungsartikeln und Gott weiß was Reklame für alle möglichen Sachen und dominirt wieder auf dem Montanmarkt in gewissen Stücken.

Daß solche Persönlichkeiten an der Börse fort und fort ihr Wesen treiben, ist entschieden ein Mißstand, das dürfte nicht sein, und deshalb, meine ich, sollte man nicht erst danach fragen, ob Jemand wegen Bankerutts oder dergleichen bestraft worden ist, sondern die Börsenvorstände sollten eben verpflichtet sein, wenn Jemand sich unzulänglich in der Erfüllung seiner Pflichten erweist, ihn nolens volens und ex officio von der Börse zu entfernen.

Ferner müßte meiner Auffassung nach ein Grund zur Entfernung auch das sein, wenn ein Bankier mit den Angestellten einer anderen Bank oder eines Bankiers spekulirt. Das hat so überhand genommen, daß dadurch eine große Unsicherheit herbeigeführt worden ist. Wir haben, glaube ich, gestern schon die Sache vorgehabt.

(Stellvertr. Vorsitzender: Jawohl!)

Das schlägt aber auch hier hinein.

Stellvertr. Vorsitzender: Diese Fälle sind auf das Ehrengericht verwiesen.

Sachv. **Christians:** Nun ja, man hat früher den Fällen nicht beikommen können; es würde also allerdings ein neuer Modus nöthig sein, um die Falle irgendwie zu fassen.

Stellvertr. Vorsitzender: Würden Sie es für zweckmäßig halten, wenn, natürlich nicht in bindender Weise, aber doch als Direktive für die Thätigkeit des Ehrengerichts die Punkte besonders bezeichnet würden, über die das Ehrengericht vorzugsweise zu entscheiden berufen wäre, also unlautere Geschäftsbedingungen, öffentliche übertriebene Reklame u. s. w. Hat das nicht einen gewissen Werth, wenn bekannt wäre, daß das Schiedsgericht vorzugsweise in diesen Fällen entscheidet,

(Sachv. Christians: Gewiß!)

damit das Publikum und die betreffenden Börsenbesucher wissen: das ist das, was in den Augen der anständigen Börsenbesucher als ehrenrührig angesehen wird?

Sachv. **Christians:** Das Ehrengericht stellen Sie sich doch vor als aus der Korporation der Börse hervorgehend?

(Stellvertr. Vorsitzender: Jawohl!)

Nun, ich halte es allerdings für durchaus richtig, daß man ein genaues Reglement aufstellt und sagt: die und die und die Punkte müssen vom Ehrengericht behandelt werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Bitte, wollen Sie fortfahren.

Sachv. **Christians:** Ja, was die korporative Verfassung betrifft, so bin ich mir über die Sache nicht hinreichend klar. Wenn die Zwecke auf diesem Wege besser erreicht werden könnten, so wäre wohl kein Grund vorhanden, warum man die Borse nicht auch korporativ verfassen soll.

Stellvertr. Vorsitzender: Wollen Sie sich dann zu Nummer 16 äußern. Da möchte ich Sie bitten, sich auch darüber auszusprechen, ob Sie ein öffentliches Verfahren für zweckmäßig erachten, und wie Sie sich zur Frage stellen, ob man wenigstens die Behandlung der Rechtsverletzungen in die Hände eines staatlichen Organes legen sollte.

Sachv. **Christians:** Nein; wo irgend welche dolosen Sachen passiren, wird man ja ohnehin den Staatsanwalt zu Hilfe nehmen.

Stellvertr. Vorsitzender: Das passirt doch jetzt außerordentlich selten. Ich habe ein Erkenntniß in der Erinnerung; nach diesem ist der Betreffende, der in betrügerischer Weise die Kurse beeinflußte, vom Richter mit einer sehr milden Strafe belegt worden, weil nach Ansicht des Richters diese Kursbeeinflussungen sehr häufig vorkomen und ungeahndet blieben.

Sachv. **Christians:** Ja, die betrügerische Beeinflussung des Kurses läßt sich überhaupt sehr schwer nachweisen. Ich meine, es wird genügen, wenn man ein Ehrengericht einsetzt, und die Oeffentlichkeit kann auf Verlangen des Angeklagten eintreten.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich glaube nicht, daß der Angeklagte sich im Allgemeinen danach sehnen wird.

Sachv. **Christians:** Nein, das nicht; aber es kann auch Jemand zu Unrecht beschuldigt werden, und da wäre doch die Ehre — — —

Stellvertr. Vorsitzender (einfallend): Das kommt ja jetzt auch vor. Ich meine im Gegentheil, in solchen Fällen ist die Oeffentlichkeit sehr viel besser.

Sachv. **Christians:** Ich sehe keinen prinzipiellen Grund dagegen.

Stellvertr. Vorsitzender: Was meinen Sie denn zu Nummer 17?

Sachv. **Christians:** Ich meine, daß es genügt, wenn wir die Staatsaufsicht in Preußen durch das Handelsministerium haben, daß es aber auch in den übrigen deutschen Staaten ebenso eingerichtet werden sollte, sodaß auch dort die Regierungen die Oberaufsicht über die Börsen führen.

Stellvertr. Vorsitzender: Herr Dr. Müller, wollen Sie die Güte haben, sich zu äußern.

Sachv. Dr. **Müller:** Zu der Frage 15 stehe ich ungefähr ebenso wie Herr Christians. Im Interesse der Börse würde eine Erschwerung des Börsenbesuchs wohl zu empfehlen sein. Ein öffentliches Interesse, ein Interesse des Publikums, das außerhalb der Börse steht, liegt meines Erachtens nicht vor; denn eine Garantie für die moralische Qualität der Börsenbesucher kann auch durch erschwerende Eintrittsbedingungen nicht geschaffen werden.

Die korporative Verfassung der Börse kann daher nur der Börse selbst, der Sicherheit des Verkehrs der Börsenbesucher untereinander von Vortheil sein. Zur Sicherung der Außenstehenden vor spekulativer Vergewaltigung kann sie nichts beitragen. Dazu giebt es nur das eine durchschlagende Mittel der Beschränkung des Ultimohandels auf wenige Effekten ersten Ranges und die Verhinderung des Differenzspieles.

Das ehrengerichtliche Verfahren könnte meines Erachtens nur dann einen Erfolg, einen Sinn und Zweck haben, wenn der Staatskommissar das unbeschränkte Verfolgungsrecht und die Pflicht der Verfolgung in genau zu bestimmenden Fällen hätte.

Die Oeffentlichkeit des Verfahrens möchte ich auch empfehlen und namentlich als Gegenstand der ehrengerichtlichen Untersuchung jede Form des unlauteren Wettbewerbes, der bis heute in Deutschland in allzu weitem Maße zugelassen ist. Jeder unlautere Wettbewerb müßte zum Gegenstand der ehrengerichtlichen Untersuchung gemacht werden.

Ueber den Staatskommissar habe ich mich schon das vorige Mal ausgesprochen. Ich glaube, es wird wesentlich auf die Persönlichkeit ankommen, welche dazu ausersehen wird; denn der persönliche Einfluß des Staatskommissars könnte jeden amtlichen Einfluß, den er auszuüben vermag, weit übertreffen. Abgesehen von der Begutachtung und der Urtheilssprechung erster Instanz bei der Zulassung auswärtiger Anleihen, würde dem Staatskommissar also die Verfolgung von Mißständen vor

dem Ehrengerichte zu übertragen sein. Er hätte dann, wenn sein persönlicher Einfluß innerhalb des Aeltestenkollegiums und des Börsenverkehrs und ber Spruch des Ehrengerichts nicht zum gewünschten Ziele führen, sich an die oberste Aufsichtsbehörde zu wenden.

Aber auch für bie Gesetzgebung in Betreff ber Börse ist die Einsetzung eines Staatskommissars durchaus unerläßlich. Schon bas Bedürfniß ber Regierung, die hier tagende Kommission einzuberufen, läßt darauf schließen, daß sie über den Börsenverkehr bei weitem nicht in der nöthigen und wünschenswerthen Weise informirt ist. Also würde ein Börsenkommissar als sachverständiger Berather ber Staatsregierung auch in allen gesetzgeberischen Fragen, die die Börse betreffen, von unschätzbarem Werthe sein.

Selbstverständlich bürfte bieser Kommissar nicht in irgend einer Weise sich in die Interessen der bie Börse beherrschenden großen Banken hineinziehen lassen. Es ist ja ein beliebtes Mittel an ber Börse, solche Personen, von denen man fürchtel, daß sie den großen Banken einmal unbequem werden könnten, auf irgend eine Weise an das Interesse derselben zu binden, z. B. dadurch, daß man sie in ben Aufsichtsrath wählt. Aber daß ein auf diese Weise in seinem Urtheil kaptivirter Kommissar nicht mehr im Stande wäre, das öffentliche Interesse von dem der großen Banken zu unlerscheiden, liegt auf der Hand.

Stellvertr. Varsitzenber: Dann könnle wohl auch seine Mitwirkung bei der Anstellung ber vereibelen Makler in Frage kommen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ja, er würde über ben ganzen Verkehr eine Kontrole zu üben haben.

Stellvertr. Varsitzenber: Ich möchte bemerken, baß unsere Gesetzgebung schon dafür Fürsorge getroffen hal, daß Beamte nicht Mitglieder des Aufsichtsraths werden dürfen; und zwar, glaube ich, ist das burch das Gesetz, wenn die Stelle besoldet ist, absolut untersagt, und nur wenn das nicht der Fall ist, kann die Ministerialinstanz bie Genehmigung zur Uebernahme einer solchen Stelle ertheilen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich wollte auch nur ein Beispiel anführen, auf welche Weise er kaptivirt werden könnte. Es giebl solcher Mittel noch mehr. Deshalb wird ber Erfolg, den bie Einsetzung eines Staatskommissars haben kann und soll, burchaus von der Wahl einer in jeber Hinsicht unabhängigen, imponirenden Persönlichkeil abhängen, die auch schon durch ihren Rang im Staatsdienste vor allen Zubringlichkeiten und Verdächtigungen geschützt sein müßte.

Sachv. **Wiener:** Es scheint mir praktisch, die Fragen in umgekehrter Reihenfolge zu beantworten.

Die Frage unter Nummer 17 läßt sich ganz kurz beantworten. Die Ausdehnung der Staatsaufsicht, soweit sie in Preußen stattfinbet, auf das ganze Reich erscheint mir geeignet. Wesentlich darüber hinauszugehen, würde ich nicht empfehlen.

Die Frage 16: „Ist das ehrengerichtliche Verfahren weiter auszubilden (Einsetzung eines Ehrengerichtshofes u. s. w.)" beantworte ich mit Nein. Ich bin der Meinung, das es verkehrt ist, die Vorstellung erst zu erwecken, als ob an ber Börse das Moment der Ehre ein irgendwie ausschlaggebendes ist. Die Börse ist eine Erwerbsstatte, unb sie wird am besten als solche erkannt. Wenn man weiß: bas Aufsuchen der Börse ist eine Geschäftssache, an der Börse steht ber einen Partei eine andere gegenüber, die Geschäfte machen will, so ist das bie richtigste Beurtheilung der Börse. Vergehen, bie sich der Eine oder Andere an der Börse zu Schulden kommen läßt, sollten entweder burch das bürgerliche Gerichl, aber auch sa weit die Börsenbehorde eingreift, damit geahnbel werden, baß der Erwerb unb die Thatigkeit an der Börse getroffen wirb. Mil Strafen, welche an die Ehre der Börsenbesucher appelliren, wirb, glaube ich, nicht viel erreicht werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Eine der hier genannten Strafen, der Verweis, wäre ja vorzugsweise eine Ehrenstrafe; aber die zeitweise oder dauernde Ausschließung von der Börse würde doch auch einen ganz erheblichen materiellen Nachtheil zur Folge haben. Ich glaube, die geschäftlichen Beziehungen eines solchen Mannes würden dadurch ganz wesentlich gestört werden, wenn das Publikum weiß, er ist wegen unehrenhaften Verhaltens dauernd von der Börse ausgeschlossen.

Sachv. **Wiener:** Ich verstehe nur nicht, warum man den Begriff „ehrengerichtliches Verfahren“ gewählt hat.

Stellvertr. Vorsitzender: Nun, wir wollen uns nicht über das Wort streiten.

Sachv. **Wiener:** Also ich behaupte: Strafen, die den Erwerb treffen, werden wirkungsvoll sein, von Strafen, die lediglich die Ehre treffen, verspreche ich mir keinen Erfolg.

Stellvertr. Vorsitzender: Das ist allerdings eine Auffassung, die in kaufmännischen Kreisen nicht überall getheilt wird. Die meisten Sachverständigen, die dem kaufmännischen Erwerbsleben angehörten, waren anderer Ansicht. Aber Sie sind der Ansicht, daß derartige Strafen mit Erwerbsnachtheilen wirkungsvoller wären.

Wenn es sich nun um den Ausbau des Ehrengerichts handelt, so kommen hier vorzugsweise die eidlichen Vernehmungen in Frage. Jetzt haben die Börsenvorstände das Recht dazu nicht; in Folge dessen befinden sie sich nicht in der Lage, die Wahrheit zu eruiren.

Dann kommt in Frage, ob Sie das öffentliche Verfahren befürworten wollen; ferner ob man eine staatliche Instanz schaffen soll, die mit der Verfolgung derartiger Sachen betraut wird.

Also, obwohl Sie sagten, Sie beantworten die Frage mit Nein, haben Sie sich doch eigentlich, wenn ich recht verstanden habe, dem Gedanken gegenüber zustimmend erklärt?

Sachv. **Wiener:** Ja, wenn der Gedanke so aufgefaßt wird, daß das ehrengerichtliche Verfahren, was ja eigentlich nicht im Worte liegt, darin besteht, daß der Erwerb der Leute getroffen wird, dann wäre ich damit einverstanden. Wie dasselbe im Einzelnen einzurichten ist, darüber möchte ich mich nicht weiter auslassen. Ich meine, das Verfahren muß naturgemäß so gestaltet werden, daß es so wirksam wie möglich ist.

Stellvertr. Vorsitzender: Ueber ein solches Verfahren möchte ich bitten, sich doch zu äußern.

Geheimer Justizrath Dr. **von Cuny:** In den Worten „ehrengerichtliches Verfahren“ ist der Gedanke ausgedrückt, daß es eine bestimmte Berufs- und Standesehre auch der Herren von der Börse giebt, und daß durch Handlungen, die nicht unter das Strafgesetz fallen, gleichwohl die Berufsehre verletzt und zu einem Vorgehen seitens derjenigen Kreise Anlaß gegeben werden kann, die die moralische Leitung der Börse bekommen haben.

Sachv. **Wiener:** Darauf möchte ich erwidern, daß, je weniger diese Vorstellung vorherrscht, nur die Börse um so zutreffender beurtheilt zu sein scheint.

Sachv. **Christians:** Ich finde auch, daß dieses Moment der Standesehre berechtigt ist und auch an der Börse vorhanden ist. Gerade dieses Moment der Wahrnehmung der kaufmännischen Ehre und der Pflege des Ehrgefühls war das maßgebende zur Bildung einer Vereinigung von Bankiers, die vor etwa einem Vierteljahr hier ins Leben getreten ist und gegenwärtig, glaube ich, etwa 130 Mitglieder zählt. Dieser Verein hat es sich ganz besonders zur Aufgabe gemacht, das Ehrgefühl seiner Mitglieder zu pflegen und für einen anständigen Geschäftsbetrieb zu sorgen, also solche Leute unmöglich zu machen, die den Anforderungen, die das Ehrengericht etwa an sie stellen kann, nicht entsprechen.

Stellvertr. Vorsitzender: Herr Wiener, ich bitte sich dann noch über Nummer 15 zu äußern.

Sachv. **Wiener:** Zu Bezug auf Nummer 15 stehe ich auf dem Standpunkt, daß im Wesentlichen die Bestimmungen der Berliner Börsenordnung den vorhandenen Bedürfnissen entsprechen. Ich gebe zu, daß Einzelheiten sich anführen lassen, betreffs deren anderweitige Bestimmungen zutreffender wären. Ich möchte da unter Anderem darauf aufmerksam machen, daß noch bis vor kurzer Zeit an der Börse Leute verkehrten, die ihr Geschäft darin sahen, Juwelen und alle möglichen anderen zur Verschwendung verführenden Dinge an der Börse zu verkaufen, und zwar meist auf dem Wege von Prämiengeschäften, die sie abschlossen. Die Prämie, die gewonnen wurde, war die Uhr, die Busennadel, der Diamantring. Das ist moralisch gewiß von großem Nachtheil, ist aber auch wirthschaftlich unberechtigt und entspricht durchaus nicht den Zwecken, für die die Börse bestimmt ist. Das Aeltestenkollegium hat nun allerdings aus Anlaß von Aeußerungen der Presse über diesen Gegenstand vor einigen Monaten Bestimmungen getroffen, welche den Verkehr dieser Leute eigentlich beseitigen sollten; aber ich muß doch nach meinen Beobachtungen behaupten, daß auch gegenwärtig noch an der Berliner Börse Abschlüsse gegen Diamantnadeln, gegen Brillantringe und dergleichen gemacht werden. Ich meine, daß Leute, die hiernach ganz offenkundig den eigentlichen Zwecken der Börse widersprechen, die offenkundig outsiders sind, die offenkundig Börsenspiel betreiben, allerdings von der Börse entfernt werden müßten.

Es ist mir vielleicht gestattet, noch eine andere Einzelheit zu berühren. Sie betrifft die Zulassung und den Ausschluß von Vertretern der Presse. Die Presse befindet sich in einer Ausnahmestellung. Der § 4 der Börsenordnung legt es nämlich in die Hand der Börsenbehörde, des Aeltestenkollegiums, Berichterstatter der Presse auszuschließen und ihnen die Zulassung zu verweigern, ohne daß Gründe angeführt werden, und ohne daß auch ein Rekurs möglich ist. Die Berichterstatter der Presse sind in dieser Beziehung schlechter gestellt, als z. B. solche Personen, welche wegen aller möglichen Vergehen verurtheilt sind. Nun würde ich aber meinen, daß, wenn schon die Börse kein Interesse daran hätte, daß die Preßthätigkeit in der Hand von respektablen Leuten liegt, jedenfalls die öffentliche Meinung daran ein integrirendes Interesse hat. Wenn aber die Presse unter Ausnahmebestimmungen gestellt ist, die sie degradiren, so kann das nur das Niveau der Respektabilität der Vertreter der Presse an der Börse herabdrücken, statt daß das Aeltestenkollegium die umgekehrte Aufgabe hätte. Es scheint mir aber auch keinerlei Grund für eine solche Ausnahmestellung vorhanden zu sein. Wenn es auch selbstverständlich ist, daß unter Umständen einmal Vertreter der Presse an der Börse existiren werden, deren Entfernung erwünscht ist, so werden sich die betreffenden Leute doch auch entfernen lassen, wenn eine Angabe der Gründe stattfindet und ein Rekurs gestattet ist. Warum diese Ausnahmestellung der Vertreter der Presse beliebt worden ist, ist mir unerklärlich; es müßte denn sein, daß gerade für den Verkehr unrespektabler Journalisten an der Börse gesorgt werden sollte.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich möchte nur bemerken, daß meines Wissens die Vertreter der Presse durchaus nicht wehrlos sind und durchaus nicht so schlecht stehen, wie der Herr Sachverständige ausgeführt hat. Es ist Ihnen ja bekannt, daß wir in Preußen auch eine Staatsaufsicht über die Börse haben, und ich halte es für ganz unzweifelhaft, daß, wenn ein Mitglied der Presse ungerecht geschädigt wird und berechtigte Interessen durch dessen Ausweisung verletzt werden, der Betreffende befugt gewesen wäre, sich an die Aufsichtsbehörde zu wenden, und daß diese eventuell, nach Untersuchung des Falls und wenn sie zu einer anderen Auffassung käme, wohl das Recht hätte, die Ausweisung des Betreffenden aufzuheben und

zu bestimmen, daß ihm wieder der Zutritt gestattet wird. Im Uebrigen fasse ich die Sache so auf, daß diese Stellung der Presse darauf zurückzuführen ist, daß ihre Vertreter nicht Mitglieder der Korporation sind und keine Beiträge an sie bezahlen.

Nun ist ja auch von verschiedenen Seiten hervorgehoben — das halte ich auch für ganz berechtigt, und ich glaube, dagegen würde sich von keiner Seite Widerspruch erheben —, daß man die Presse in Bezug auf den Börsenbesuch nicht anders stellen sollte wie die anderen Personen und das veranlaßt mich, auf den Gedanken, der hier wiederholt erörtert worden ist: ob es nicht korrekt wäre, wenn die Presse auch gewissermaßen unter dieses ehrengerichtliche Verfahren gestellt würde, näher einzugehen. Denn so sehr ich anerkenne, daß unter allen Umständen gute Vertreter der Presse dem öffentlichen Interesse dienen, und daß es nöthig ist, daß sie an der Börse sind, so können doch Ausschreitungen vorkommen und kommen auch thatsächlich vor, und da muß andererseits in irgend einer Weise Remedur geschaffen werden.

Ich möchte also gerade auch die Herren Vertreter der Presse, die sich für ein Ehrengericht ausgesprochen haben, bitten, sich darüber zu äußern, wie sie sich dazu stellen würden, daß auch die Vertreter der Presse, die sich Ausschreitungen zu Schulden kommen lassen, die unter Umständen in erheblicher Weise die Interessen des Publikums benachtheiligen können, in ähnlicher Weise behandelt werden?

Sachv. **Wiener:** Es war mir ein dringendes Bedürfniß, diesen Punkt in Betreff der Presse zur Sprache zu bringen; aber es widerstrebt mir andererseits, mich weiter darüber auszulassen. Nur das Eine möchte ich sagen, daß Alles, was in Bezug auf die Stellung der Berichterstatter der Presse ausgeführt worden ist, kein Argument enthält, warum sie nicht ebenso gestellt werden sollen, wie z. B. die Handlungsgehilfen.

Stellvertr. Vorsitzender: Ja, bei den Handlungsgehilfen ist der betreffende Chef Mitglied der Korporation und bezahlt den Beitrag. — Ich habe nur eine historische Erklärung für die Bestimmungen in der Börsenordnung bezüglich der Mitglieder der Presse geben wollen.

Sachv. **Wiener:** Ich halte die Anwesenheit der Vertreter der Presse für so unbedingt erforderlich, weil die Börse aufhört das zu sein, was sie ist, wenn die Presse nicht die Vorgänge an der Börse registrirt,

(Stellvertr. Vorsitzender: Darüber wird wohl keine Meinungsverschiedenheit sein!)

daß es mir nöthig erscheint, einen anderen Zustand hergestellt zu sehen. Ob nun ein ehrengerichtliches Verfahren stattfindet oder nicht: jedenfalls wüßte ich nicht, warum nicht die Berichterstatter der Presse in der Lage sein sollen, zu fordern, daß ihnen bei etwaiger Ausweisung die Gründe mitgetheilt werden.

Stellvertr. Vorsitzender: Ja gewiß. Sie würden dann auch nichts dagegen haben, wenn das Ehrengericht weiter ausgebaut wird, daß seine Thätigkeit auch gegenüber den an der Börse vertretenen Mitgliedern der Presse Platz greift und daß es nach einem geordneten Verfahren gegen diese auf die zeitweise Ausschließung erkennen könnte? Es würden ja gerade bei einem derartig geordneten Verfahren in öffentlicher Verhandlung die Gründe vollständig klargelegt werden, und ich glaube, daß in dieser Oeffentlichkeit auch ein genügender Schutz liegt, daß Keinem Unrecht geschieht. — Möchten Sie nicht dieser Auffassung sein?

Sachv. **Wiener:** Ich kann mir diese Thätigkeit des Ehrengerichtshofes in diesem Augenblick nicht so recht vorstellen, auch nicht mit seiner Ausdehnung auf die Vertreter der Presse. Ich glaube, daß, wenn die Vertreter der Presse unter den bisherigen Bedingungen, nur eben mit Wegfall der ihnen bisher

zugemutheten Degradirung, an der Börse verkehren, sonderliche Uebelstände kaum zu Tage treten würden, oder doch nicht Uebelstände, denen sich nicht auf anderem Wege abhelfen ließe. Es wird darüber vielleicht noch bei anderen Punkten zu sprechen sein.

Stellvertr. Vorsitzender: Darauf kommen wir noch. (Zum Sachv. Dr. Müller) Wollen Sie noch über die Frage sich äußern.

Sachv. **Dr. Müller:** Ich halte es für schwierig, daß das Ehrengericht Handlungen der Vertreter der Presse vor sein Forum zieht, denn diese Handlungen vollziehen sich nicht an der Börse selbst, sondern geschehen außerhalb der Börse. Auch ist der Verfasser der Nachrichten über die Börse häufig nicht der verantwortliche Redakteur einer Zeitung, sondern als verantwortlicher Redakteur zeichnet meistens der Leiter des politischen Theils, so daß es für den Berichterstatter an der Börse immer sehr leicht sein wird, falls ihm eine Handlung vorgeworfen wird, die einer ehrengerichtlichen Verhandlung zu unterwerfen ist, sich dann hinter die Verantwortung seines Chefs oder des nominell als verantwortlich zeichnenden Redakteurs zurückzuziehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Wenn ich nicht irre, haben Sie selbst vorgeschlagen, daß auch die Thätigkeit der Mitglieder der Börse in Bezug auf ihren sonstigen Verkehr dem Ehrengericht unterstellt werden soll, und ich meine doch, daß diese Bedenken, die Sie hervorgehoben haben, nicht zutreffend sind. Es handelt sich hier natürlich darum — und das muß nachgewiesen werden —, daß die Persönlichkeit sich irgend etwas hat zu Schulden kommen lassen. Ich will einen ganz konkreten Fall nennen. Es wird behauptet, ein Mitglied der Presse hat sich durch ein Emissionshaus bestechen lassen und in Folge dessen eine Anleihe empfohlen. Das ist doch ein Fall, der unbedingt die Ausschließung rechtfertigen würde, der diesen betreffenden Herrn als vollständig ungeeignet würde erscheinen lassen, als Vertreter eines Blattes an der Börse zu fungiren. Wenn das nachgewiesen wird, würde das nicht ein solcher Ausschließungsgrund sein, würde dann nicht das öffentliche Interesse es geradezu erheischen, daß Leute, die sich haben bestechen lassen und ihre Feder in den Dienst der Privatinteressen gestellt haben, von der Börse ausgeschlossen werden?

Sachv. **Dr. Müller:** Jawohl! Dem stimme ich durchaus zu. Solche Fälle sind aber bisher niemals als ehrenrührig behandelt und zum Gegenstand einer Disziplinaruntersuchung gemacht worden.

Stellvertr. Vorsitzender: Jetzt geht es auch gar nicht, denn die Börsenorgane haben jetzt nicht das Recht der eidlichen Zeugenvernehmung, und ohne dieses Recht läßt sich in der Beziehung nichts machen. Wenn man die Leute vorladen wollte, würden sie natürlich erstens sagen: ich brauche darüber nichts zu erklären, und zweitens würden sie sagen: es ist nicht wahr.

Sachv. **Wiener:** Giebt sich Herr Geheimrath Gamp — das wollte ich ihn fragen, der Vorstellung hin, daß ein solcher Ehrengerichtshof auch diejenigen Inhaber von Bankfirmen ausschließen würde, die sich der Bestechung schuldig gemacht haben?

Stellvertr. Vorsitzender: Das nehme ich als selbstverständlich an.

Sachv. **Wiener:** Dann schließen Sie die Börse.

(Heiterkeit.)

Stellvertr. Vorsitzender: Darüber war wenigstens auch hier in diesen Kreisen kein Zweifel. Es wurde ja auch hervorgehoben, daß gerade die Personen, welche die Presse in dieser Weise in Versuchung bringen und deren Nothlage vielfach ausnutzen, viel schlimmer und strafwürdiger sind als die Leute

von der Presse selbst. Ueber den Punkt werden Sie uns ja vielleicht nachher noch weitere Aufklärungen abgeben können. Wenn Sie allerdings der Ansicht sind, daß wir dann die Börse schließen müßten

(Heiterkeit),

so glaube ich, könnten wir auch unsere Verhandlungen schließen.

Sachv. **Christians:** Wenn man überhaupt für die Börse ein Ehrengericht etablirt, finde ich es nur logisch und gerecht, daß man die an der Börse verkehrenden Vertreter der Presse ebenfalls unter dieses Ehrengericht stellt.

Uebrigens ist es nicht zutreffend, daß die Vertreter der Presse heute beitragsfrei zur Börse gehen; im Gegentheil, sie zahlen einen Beitrag, nur ist er nicht so hoch wie derjenige der Bankiers, und sie bedürfen heute ebenfalls einer Einführung durch drei Korporationsmitglieder.

Stellvertr. Vorsitzender: So? Das war mir neu.

Sachv. **Christians:** Sie müssen einen Jahresbeitrag zahlen. Das Aeltestenkollegium normirt die Höhe ebenso wohl für die Presse wie für die Börsenmitglieder.

Stellvertr. Vorsitzender: Herr Cohnstädt, wollen Sie sich noch dazu äußern.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich bin der Meinung, daß die anständige Presse keiner Ausnahmestellung bedarf, daß man also keine Ausnahmebestimmung treffen soll, weder zu ihrem Nachtheil noch zu ihrem Vortheil. Wenn, wie es den Anschein hat, gegenwärtig in Berlin die Vertreter der Presse einer Sonderbestimmung zu ihrem Nachtheil unterstehen, so halte ich das für unberechtigt, würde es aber nicht für nöthig halten, daß man sie, wenn alle Besucher der Börse dem ehrengerichtlichen Verfahren unterstehen, davon ausschließt; vorausgesetzt selbstverständlich einerseits, daß dieses ehrengerichtliche Verfahren einen geordneten Geschäftsgang hat, mit einer Revisionsinstanz, und sodann, wie sich ganz von selbst versteht, dem Angeklagten — es handelt sich da um den Angeklagten — mitgetheilt wird, wie und warum; daß man Beweisführung u. s. w. zuläßt, daß man also da die Kautelen schafft, wie bei jedem ordentlichen Gerichtsverfahren. Denn die Möglichkeit ist freilich nicht ganz ausgeschlossen, von der Herr Dr. Müller sprach, daß man dahin käme, Vertreter der Presse auch verantwortlich machen zu wollen für etwas, was ganz außerhalb der Börse liegt, daß man da unter Umständen zu weit gehen könnte. Das kann ja in jedem ehrengerichtlichen Verfahren vorkommen und soll ja eben in der Praxis nicht vorkommen, weil die Vertheidigung, weil die Revision dagegen schützen soll. Also, ich würde darin kein zu großes Bedenken sehen.

Stellvertr. Vorsitzender: Herr Wiener, ich glaube, Sie haben sich noch nicht über Nummer 15 geäußert.

Sachv. **Wiener:** Ich muß sagen, daß das, was ich bisher bemerkt habe, mir nur das Unwesentliche zu sein scheint. Ich habe meine Beantwortung der Frage 15 damit begonnen, daß ich gesagt habe: im Wesentlichen scheinen mir die Bestimmungen der Börsenordnung zuzutreffen, und ich bin auch nicht der Meinung, daß durch die Abschließung der Börse, indem der Zutritt zu ihr erschwert wird, etwas Wesentliches oder überhaupt etwas Vortheilhaftes erreicht wird. Wenn ich mir die Thätigkeit der Börse vergegenwärtige, so wird sie sowohl in ihren vortheilhaften als auch in ihren verlustbringenden und gefährlichen Wirkungen im Wesentlichen von den großen Firmen bestimmt, die an ihr thätig sind, und ich kann mir keinerlei so rigorose Bestimmungen denken, die darauf abzielen, alle diejenigen Firmen auszuschließen, die großen Firmen auszuschließen, von denen die eigentlichen Katastrophen ausgehen, die die Börse und das Publikum

treffen. Aber selbst wenn ich von den großen Firmen abstrahire, die zum Theil durch ihr Verschulden, zum Theil in Folge der ganzen wirthschaftlichen Entwicklung vorzugsweise die Urheber der schlimmen Erscheinungen des Börsenverkehrs sind, kann ich mir auch sonst keine so rigorosen Bestimmungen vorstellen, die an dem Bilde, welches die Börse uns gegenwärtig darbietet, etwas Wesentliches ändern würden.

Es ist hier vom Fall Loewy die Rede gewesen, und ich halte es allerdings für richtig, daß eine solche Kreatur hätte ausgeschlossen werden sollen. Ich kann mir aber kaum eine Bestimmung denken, die es unmöglich machen würde, daß Paul Polke an der Börse verkehrte und viele Andere Seinesgleichen, und wenn ich mir die rigorosesten Bestimmungen vorstelle, so glaube ich, würden in ganz Deutschland nicht 500 Personen zu finden sein, welche von der Börse ausgeschlossen werden könnten, und wenn diese 500 ausgeschlossen wären, so würde trotzdem der Verkehr zwischen Börse und Publikum im Wesentlichen der alte bleiben; denn die Börse ist ja nichts ohne das Publikum, und sie wird immer ihren Weg suchen und finden, mit dem Publikum zu verkehren.

Deshalb glaube ich, wie ich auch bei meiner ersten Vernehmung schon gesagt habe, daß nicht auf eine Absperrung der Börse gegen das Publikum Bedacht genommen werden müßte — diese würde durch eine korporative Gestaltung, durch eine zünftlerische Gestaltung der Börse wesentlich gefordert werden —, sondern daß gerade der Kontakt zwischen Publikum und Börse, der doch einmal vorhanden ist, entsprechend zu organisiren ist. Es ist Bedacht darauf zu nehmen, daß das Publikum in den Börsenbehörden diejenige Vertretung hat, welche dafür sorgt, daß die Angelegenheiten der Börse nicht bloß vom spezifischen Standpunkte der Bank- und Börsenfirmen aus behandelt werden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich wollte nur einmal eine Zwischenbemerkung machen. Es ist schon früher zur Sprache gekommen, daß der betreffende Börsenbesucher einer ehrengerichtlichen Kognition unterliegen soll auch in Bezug auf seine Behandlung des Publikums bei Börsengeschäften.

Sachv. **Wiener:** Ja, ich erklärte ja: es sind mir gewisse Bestimmungen denkbar, auf Grund deren einige Menschen weniger an der Börse verkehren würden, als es jetzt der Fall ist. Aber wenn ich die Bedeutung vergleiche, welche diese meist kleinen, mittellosen Leute für die Heranziehung des Publikums zur Börse und bei der Anrichtung der Schäden haben, mit der großen, gigantesken Bedeutung, die in dieser Hinsicht die großen Firmen haben, mit ihren Riesenkapitalien, mit ihren aufs Aeußerste gedrückten Provisionssätzen, welche das Publikum anreizen, so scheinen mir das Maßnahmen von ganz und gar verschwindender Einwirkung zu sein.

Ich möchte zur Erläuterung dessen, was ich sagte, den Hinweis auf London und New-York hinzufügen, auf die so oft exemplifizirt wird. In London existirt eine solche korporative Verfassung; in London ist der Zutritt zur Börse erschwert und die Ausschließung wesentlich erleichtert. Ich wüßte aber nicht eine Erscheinung, welche wir hier innerhalb des deutschen Börsengeschäfts beklagen und die wir nicht in großem Umfange auch in London zu Tage treten sähen. Sie haben dort ihre faulen argentinischen Anleihen neben den faulen Anleihen von Honduras und Costa Rika gehabt; alles das ist von Leuten begangen worden, die an der Börse verkehrten und nicht ausgeschlossen wurden. Es wird auch auf New-York exemplifizirt. In New-York wird für die Zulassung zur Börse eine Summe verlangt, die man beinahe ein Vermögen nennen könnte, und New-York schreitet dennoch von Exzessen zu Exzessen, meiner Ansicht nach deshalb, weil in New-York, wie in Amerika überhaupt, die Konzentration des Kapitals noch viel gewaltiger zu Tage tritt, als bei uns, und diese gewaltige Konzentration des Kapitals eben geeignet ist, um vieles größere Exzesse herbeizuführen, als sie bei uns stattfinden. Die Ausschließung

von ein paar unerwünschten und verächtlichen Leuten wird nichts oder doch nur überaus wenig dazu beigetragen, die Börse in gesündere Verhältnisse überzuführen.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er genau mit der Geschichte der Londoner Börse vertraut ist. Soweit ich über diese Dinge unterrichtet bin, wird man unbedingt sagen müssen, daß die Zustände an der Londoner Börse früher schlimmer waren als gegenwärtig, und daß alle Verbesserungen und Reformbestrebungen an der Londoner Börse sich doch verknüpft haben mit der Ausbildung einer korporativen Verfassung, mit der Ausschließung unlauterer Elemente, und vor Allem möchte ich ihn doch fragen, ob, wenn er so sehr betont, daß der Verlust von den Großen ausginge, er nicht doch auf der anderen Seite zugeben muß, daß jede große Firma und jede große Bankanstalt durch ihre Natur auf eine gewisse Respektabilität und Wohlanständigkeit unter allen Umständen angewiesen ist, die eben vielfach den kleinen Leuten, die vor Allem den Geschäften fehlen, die systematisch den Bauernfang des Laienpublikums betreiben, die dieses zum Börsenspiel verführen.

Sachv. **Wiener:** Wenn Herr Professor Schmoller an meine Kenntniß der Londoner Börse appellirt, so müßte ich als Schüler des Herrn Professors Schmoller natürlich schweigen. Aber nach den thatsächlichen Erfahrungen, die ich betreffs der Londoner Börse gemacht habe, kann ich mich seinem Urtheil nicht anschließen. Die Londoner Börse hat auch im jüngsten Jahrzehnt, wenn ich von diesem allein sprechen soll, ganz dieselben Exzesse durchgemacht. Ich wüßte keine Erscheinung, welche sich wesentlich unterschiede von denjenigen Erscheinungen, die wir hier beobachtet haben. Ja, ich muß weiter gehen. Es ist in mancher Hinsicht schlimmer gewesen. Ich glaube, daß der Schwindel in Goldminenaktien in London schlimmer war, als das, was an der Berliner Börse sich vollzogen hat. Es muß weiter in Betracht gezogen werden, daß gerade englische Bankfirmen faule Gründungen, die in Deutschland kein Mensch anrühren wollte, übernahmen. Es ist eine ganze Reihe von diesen Gründungen bereits vollständig verkracht. Sie haben ferner dort ihre argentinischen Anleihen, sie haben andere exotische Anleihen gehabt, so gut oder vielmehr so schlecht wie wir. Wenn nun Herr Professor Schmoller sagt, was ich auch zugebe, daß ein Institut, wie die Diskontogesellschaft, wie die Deutsche Bank und andere Firmen — wir können hier auch besonders die Firma Mendelssohn nennen —, wenn manche große Bankfirmen von respektableren Gesinnungen erfüllt sind, als viele andere, die ich gar nicht in einem Zuge mit diesen hier nennen möchte, so ist doch die Kraft ihres Kapitals, zur Betheiligung am Börsenspiel anzureizen, so viel größer, daß jene geringere Respektabilität der anderen, welche mit diesem Mangel an respektablen Grundsätzen die Betheiligung am Börsenspiel herbeiführen, wenig in Betracht kommt. Die niedrige Provision, die Benefizien bei Emissionen und was Alles in den Händen der Großen liegt, die Erleichterungen, die sie dem Publikum in Bezug auf die Kreditgewahrung bieten können, Alles das scheint mir dem Börsengeschäft seine große und zum Theil ungesunde Ausdehnung zu geben, und das Andere ist ein nur nebensächlicher Zug in der Physiognomie, auf den meiner Ansicht nach nicht gar so viel Gewicht gelegt werden sollte.

Professor Dr. **Schmoller:** Einer der schlimmsten Züge in der neuen Entwicklung scheint mir zu sein, daß von Firmen, die ich mehr oder weniger als schwindelhafte Firmen bezeichne, commis voyageurs herumgeschickt werden, und daß ja auf dem Lande alle möglichen Leute eingefangen werden. Muß der Herr Sachverständige nicht zugeben, daß große Firmen derartiges nicht betreiben, und daß es vor Allem die kleinen schwindelhaften Firmen sind, wie die Angaben, die mir vorher von Assessor Eschenbach gemacht wurden, auch zeigen?

Sachv. **Wiener:** Ich kann Herrn Professor Schmoller nicht zugeben, daß das nicht auch von Großen betrieben wird; es haben derartige Anstrengungen, die in neuerer Zeit von hiesigen großen Instituten gemacht worden sind, sehr viel Aufsehen gemacht. Man wird auch nicht vergessen dürfen, daß nicht in jedem Falle ein solches Verfahren etwas Verwerfliches an sich tragen muß. In einer Zeit der scharfen Konkurrenz — und kaum giebt es gegenwärtig mehr eine Zeit, für die dieser Ausdruck nicht zuträfe — müssen andere Mittel, als sie unter früheren Wirthschaftsverhältnissen angewandt wurden, zur Anwendung gelangen, um Kundschaft an ein Institut oder an eine Bankfirma heranzuziehen. Aber, wenn ich selbst an die Agenten unrespektabler Firmen denke, so meine ich, daß das zwar ein sehr beklagenswerther Zustand ist, daß aber andererseits um vieles wesentlicher in Betracht kommt die theils durch das Verschulden von Bankfirmen, theils durch die wirthschaftliche Entwicklung gegebene Anreizung des Publikums zur Theilnahme am Börsenspiel und an Börsenspekulationen, zu Differenzgeschäften, Emissionen und dergleichen, wie dies gerade auf Seiten der großen Firmen infolge der enormen Konzentration des Kapitals der Fall ist.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube doch, Sie unterschätzen den Unterschied, der gemacht werden müßte. Es ist ja möglich, daß das ganz richtig ist, daß die Attraktionskraft, die das große Kapital ausübt, um das Publikum zum Börsengeschäft heranzuziehen und ihre Werthe zu übermitteln, sehr groß ist; aber ich glaube doch, es läßt sich da eine ganz breite Linie ziehen zwischen Dingen, die nicht aufzuhalten sind und andererseits Dingen, die ganz effektive Mißbräuche sind, und man wird im Allgemeinen freilich dann dazu kommen, zwischen Großbankier und Kleinbankier zu unterscheiden, und die Frage wird sich ergeben, ob denn nun in der That das kleine Bankiergeschäft eine so große Lebensberechtigung hat, wie in der letzten Zeit von ihm beansprucht worden ist. Ich will mich einmal auf den Standpunkt stellen, anzuerkennen, daß die Attraktionskraft der großen Häuser es ermöglicht hat, vielleicht schlechte Werthe ins Publikum zu bringen, andererseits aber überhaupt ihnen die Fähigkeit gegeben hat, potentes Privatkapital zu Termingeschäften zu veranlassen; aber ich möchte doch nicht annehmen, daß es innerhalb der Thätigkeit eines großen respektablen Bankiers — und ich möchte den Kreis derselben nicht zu klein ziehen — läge, bewußt Leute, die impotent sind, die gar nichts von der Sache verstehen, zu Termingeschäften zu veranlassen, sich in den Besitz von Stellungen im Aufsichtsrath und entsprechend in die Inhaberschaft der neu emittirten Aktien bei kleineren Unternehmungen hineinzubringen, die Papiere einem Publikum zu geben, von dem man weiß, daß es nicht voll bezahlen kann, sich durch Einschüsse aus tausend Kanälen erst die Mittel für das Bankiergewerbe, das man betreiben will, zu beschaffen, dabei in dem vollen Besitz der freien Verfügung über die Effekten zu bleiben, den Kurs der Effekten später, wenn die Geschäfte gemacht sind, zu senken, die betreffenden Deponenten aus dem Engagement herauszutreiben — ich glaube doch, man wird nicht sagen, daß das eine Signatur ist von Geschäften, die den Betrieb des großen Bankiers darstellen. Es ist ja bekannt, daß von verschiedenen Leuten gesagt wird, ja das machen die Großen ebenso. Da wäre es doch sehr wichtig, wenn eine derartige Behauptung aufgestellt wird — und für uns ganz besonders wichtig —, sie durch Thatsachen belegen zu können. Wie liegt also z. B. der Fall von der großen Firma, von der Sie erzählten? Ich will keine Namen hören, aber wie liegt der Fall oder wissen Sie besonders die Charakteristika des Falles, in welchem eine große Firma Leute ins Land gesandt hätte, um zum Terminhandel aufzufordern. Ich würde von der Voraussetzung ausgehen, daß es überhaupt nicht zu dem Berufe eines Bankiers gehört, Privatleute zum

Terminhandel besonders zu provoziren, um allerwenigsten durch hausirende Agenten.

Sachv. **Wiener:** Ich könnte dem Herrn Senatspräsidenten Wiener zur Rechtfertigung meines Standpunktes ein enormes Material liefern, das ich allerdings nicht zur Hand habe. Ich will nur sagen, daß an der Berliner Börse vom vorigen Dienstag mit großer Bestimmtheit erzählt wurde — vielleicht haben Einzelheiten nicht gestimmt, aber das Wesentliche an der Sache wird richtig sein —, es habe ein hiesiges großes, allergrößtes Bankinstitut 400 Depeschen, zum Theil wohl an ganz fremde Leute, in die Welt geschickt und dieselben animirt, Kohlenaktien zu kaufen, die notabene seitdem schon heruntergegangen sind. Aber es betrachten auch große Firmen das als in dem Bereich ihrer Aufgabe liegend, nach der Provinz Vertreter zu schicken, Leute, die vielleicht bis dahin mit Provinzialinstituten, Provinzialbankiers gearbeitet haben, unter den verlockendsten Bedingungen für sich zu gewinnen. Es werden von ihnen Papiere unter dem Börsenkurs abgegeben, weil nämlich das betreffende Institut in den Tagen vorher große Summen aufgekauft, damit eine Kurssteigerung verursacht hat und so in der Lage ist, den Kunden die Papiere unter dem Kurs, der an der Börse gezahlt wird, anzubieten.

Aber ich will davon absehen. Ich behaupte bloß: so wenig ich auch die Schädigung, die dem Publikum von manchen kleinen Firmen zugefügt wird, verkenne — sie ist geringfügig und ganz und gar verschwindend gegenüber dem, was die Großen thun, und wenn ich die letzte Berliner Börsenkrisis hier im Auge habe, die ja eine deutsche Krise war, so kann ich nicht anders sagen als: das Allerschlimmste ist von den Großen ausgegangen, und ganz klein und geringfügig erscheint dem gegenüber dasjenige, was die gethan haben, die Aktienkapitalien von 1 Million, $1^1/_2$ Million u. s. w. aufgelegt haben. Es sind aber von großen Firmen bestehende Aktiengesellschaften in enormer Weise vergrößert worden, um 20, 30 Millionen Mark. Diese neuen Aktien haben sich nur unterbringen lassen, indem die daran betheiligten Bankinstitute oder Bankfirmen ihre Mittel dafür aufwandten, um denjenigen, welche in den alten Werthen engagirt waren, ihren ganzen Kredit zur Verfügung zu stellen und es ihnen zu ersparen, daß sie die betreffenden Papiere abnahmen, sodaß die Kurse nicht durch Realisationen gedrückt wurden, sondern im Gegentheil durch Einschränkung des Angebots enorm emporschnellen konnten. Auf der Grundlage dieser Kurse wurden dann die neuen Papiere an den Markt gebracht. Die Banken hatten, um einen terminus technicus zu gebrauchen, die neuen Papiere, die sie übernommen hatten, längst herausgefixt, das Publikum übernahm dann zu riesigen Kursen die Papiere und das Ende war der Kurssturz, an dem derartige Operationen eine wesentliche Schuld trugen. Diejenigen, die die Papiere abgenommen hatten, erlitten in Folge der Thätigkeit gerade der großen Firmen, neben denen die Thätigkeit der Anderen ganz und gar verschwindet, kolossale Verluste.

Stellvertr. Vorsitzender: Der Herr Sachverständige erwähnte eines Falles, der am vorigen Dienstage an der Börse allgemein besprochen worden sei. Ich meine, daß es keine Indiskretion ist, wenn er uns den Namen nennt. Ich bin selbstverständlich nicht berufen, in Privatverhältnisse einzudringen und von ihm etwa eine Indiskretion zu verlangen; aber ich meine, wenn es allgemein an der Börse bekannt ist, und wenn auch diese Manipulation, wie er sie eben erwähnt hat, in weiteren Kreisen bekannt ist, dann würde es doch von Interesse sein, den Namen zu erfahren.

Sachv. **Wiener:** Ich kann die Frage ganz bestimmt beantworten. Ich nehme natürlich diejenige Diskretion in Anspruch, die Jeder von uns hier für sich in Anspruch nehmen will, um sich nicht unnöthige Scherereien zuzuziehen, aber ich kann

konstatiren, daß sich das heutige „Berliner Tageblatt" mit dem Falle beschäftigt, und da nenne ich die Berliner Handelsgesellschaft und die Firma Breest und Gelpcke, eine Kommanditfirma, die die Spekulationsgeschäfte der Handelsgesellschaft betreibt.

Stellvertr. Vorsitzender: Ich wollte Sie unterbrechen, um Sie darauf aufmerksam zu machen, daß wir hier einen Stenographen haben. Wenn Sie aber sagen, es wäre in einem heutigen Artikel des „Berliner Tageblatt" diese Firma genannt, dann, glaube ich, hat das keine Bedenken, sie hier zu erwähnen.

Sachv. **Wiener:** Ich habe um so weniger Veranlassung, hinter dem Berge zu halten, weil ich ja zugeben muß und darum auch vor ungeeigneten Schritten warne: jenes Verfahren liegt sehr wesentlich in der wirthschaftlichen Entwicklung begründet; die Banken haben die großen Kapitalien, und die sollen fruktifizirt werden, auch in Zeiten der Stagnation. Daß da nicht jeder Bankdirektor so viel dem Allgemeinwohl schuldig zu sein glaubt, daß er darum das Interesse seiner Aktionäre in den Hintergrund treten läßt, wird sich kaum verhüten lassen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich wollte nur Eines Herrn Wiener erwidern. Er sagt: es ist allgemein bekannt, dieses Haus hat eine große Anzahl, mehrere hundert Depeschen an seine Kunden und an ganz unbekannte Leute geschickt. Sie werden fühlen, daß darin ein sehr wesentlicher Unterschied in Bezug auf die Beurtheilung liegt, ob die Firma es an unbekannte Leute oder nur an ihre Kunden verschickt hat.

Sachv. **Wiener:** Herr Geheimrath, ich möchte bezweifeln, daß ich die Behauptung über die Versendung von Depeschen an unbekannte Leute als thatsächlich begründet hingestellt habe. Die Thätigkeit der von der Bank ausgeschickten Agenten erstreckt sich — — —

(Geheimer Kommerzienrath Frentzel [einfallend]: Nein, nein, ich hatte so verstanden, daß die Depeschen an ganz unbekannte Leute gegangen sind!)

Das ist möglich.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Also so weit gehen Sie nicht, das als Thatsache anzusehen?

Sachv. **Wiener:** Nein. Dagegen ist mir die Thätigkeit der Agenten der Banken nach dieser Richtung bekannt, weil wir so und so viel Beschwerden aus der Provinz darüber zu hören bekommen haben.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Wir berühren hier meines Erachtens einen Lebensnerv der ganzen Frage. Es fällt mir nicht ein, damit einen Vorwurf gegen das eine oder andere große Bankhaus zu richten

(Zustimmung des Sachv. Wiener),

aber wichtig wäre es doch für uns, wenn das keine Täuschung wäre, wenn solche Ausschreitungen, und zwar Ausschreitungen, die doch von einem höheren Standpunkte aus auch individuell als unsittlich zu kennzeichnen wären, in der That auch von größeren Häusern ausgingen, mag der Antrieb in den Verhältnissen liegen oder nicht —, während wir uns hier in dem Glauben bewegen: es sei wirklich eine scharfe Linie vorhanden, und wir hätten es nur mit Ausschreitungen seitens kleiner Bankiers zu thun. In den Prozessen handelt es sich in der Regel nur um kleinere Bankiers. Selbst wenn ab und zu in irgend einem einzelnen Falle ein größeres Haus, wie in einem bekannten Falle die Diskontogesellschaft, betheiligt ist, so sind das immer Fälle, die so auf der Grenzscheide liegen, daß man daraus wirklich ein absolutes Urtheil nicht schöpfen kann. Ich bemerke das nur, weil ich glaube, daß es ein nicht unverdienstliches und andererseits doch nicht mit dem Makel der Denun-

ziation gegen bestimmte Häuser behaftetes Unternehmen wäre, uns nach der Richtung hin ein größeres Material zur Verfügung zu stellen. Es hat ja keinen Zweck, heute weitere Mittheilungen zu verlangen. Der Herr Sachverständige hat einen dieser Fälle hier angeführt, und es ist ja ganz begreiflich, daß Sie (zum Sachverständigen) hier nicht auf das Wort festgenagelt werden können. Wäre es aber nicht möglich, daß Sie uns ein umfassendes Material nach dieser Richtung hin unterbreiten können —, denn ich muß sagen, was wir bisher an Material bekommen haben, ist immer wieder dieselbe Geschichte, das ist immer wieder der Verkehr des kleinen sogenannten Bankiers mit dem Privatpublikum, und dann sind es einzelne große Emissionsgeschäfte seitens bedeutender Firmen, von denen wenigstens ich sehr zweifelhaft bin, ob man die großen Vorwürfe, die ihnen gemacht werden, als richtig anerkennen muß.

Sie sagen, Sie hätten ein ungeheures Material.

(Sachv. **Wiener**: Ja.)

Geben Sie uns von diesem ungeheuren Material auch nur Einiges.

Sachv. **Wiener**: Ja, meine Herren, es läßt sich das sehr leicht geben; es läßt sich sehr leicht nachweisen, daß die Krise in ihren großen Zügen gerade die Werthe der Großen betroffen hat. Die 20 Millionen, die in diesen kleinen Aktienkapitälchen verloren worden sind, treten ganz zurück gegenüber den enormen Summen, die an dem Kursrückgang der in großen Massen emittirten Papiere verloren worden sind. Ich will zunächst einmal von der Harpener Bergwerksgesellschaft sprechen, die innerhalb der jüngsten Emissionsära auf ein riesiges Kapital angewachsen ist. Ja, wenn wir da den Kursrückgang betrachten und die allerdings nicht ganz zutreffende Rechnung machen, daß wir den Kursrückgang mit dem Aktienkapital multipliziren — aber der Fehler wird sich ausgleichen, wenn wir ihn auch auf der anderen Seite begehen —, so treten die anderen Verluste ganz und gar zurück.

Freiherr **von Huene**: Der Herr Sachverständige weist uns darauf hin, daß dadurch, daß große Bankhäuser Werthe in sehr großem Umfange emittiren, sie natürlich bei den Verlusten, die daran gemacht werden, betheiligt sind. Daß es nicht möglich wäre, wenn die Banken die Emissionen nicht gemacht hätten, in diesen Papieren Verluste zu haben, darin hat er durchaus Recht. Nun gehen wir aber einen Schritt weiter. Ich frage: ist es nun nicht richtig, daß das große Publikum, das nicht sachverständige Publikum, auf das es doch in erster Linie ankommt — denn es kommt weniger darauf an, das sachverständige Publikum zu schützen, als das nichtsachverständige —, erst durch die Vermittlung der kleinen Häuser an diesen Geschäften betheiligt wird? Ich glaube, so hat Herr Präsident Wiener die Sache auch aufgefaßt, daß die Thätigkeit der Kleinen darin besteht, daß sie, um Geschäfte zu machen, im Auftrage der großen Häuser oder angeregt durch die großen Häuser nun das nicht sachverständige Publikum zur Betheiligung auffordern und in einer Form auffordern, die für die Leute verführerisch und verleitend ist. Dafür haben wir eben einzelne Beispiele.

Nun hat aber der Herr Sachverständige weiter gesagt, daß auch die großen Firmen mehr oder weniger beginnen, unmittelbar auf das Publikum einzuwirken. Er hat gesagt, sie schicken Agenten, sie schicken Depeschen. Sie haben angeführt, daß Ihnen aus Briefen, die Ihnen zugingen, bekannt sei, daß das Publikum im Lande von solchen Agenten belästigt würde, und es dürfte gerade von Interesse sein — das dürfte ein Material sein, das uns vielleicht doch angenehm wäre zu finden —, wenn Sie uns da Beispiele in gewisser Anzahl geben könnten, daß solche Agenten zu nichtkaufmännischen Leuten gekommen sind, sie eingeladen haben, Geschäfte mit der und der Bank hier zu machen, und daß dadurch Leute, die sonst

gar nicht daran gedacht hätten, verführt worden sind, solche Geschäfte zu entriren. Sobald die Großbankiers hier ihre Agenten in die Provinz schicken, so würde man sagen, das ist nicht nur unangenehm für die Provinzialgeschäfte — denn dadurch wird das Geschäft nach Berlin gezogen, sie umgehen die Kommissionsgebühr in der Provinz und machen das Geschäft unmittelbar hier —, das würde aber nicht das Verwerfliche sein, das würde bloß das geschäftlich Unangenehme sein; für verwerflich aber würde ich es halten, wenn große Bankhäuser Agenten ins Land schicken, um das große Publikum zum Börsengeschäfte anzuregen. Ich möchte den Herrn Sachverständigen bitten, zu sagen, ob ihm derartige Fälle bekannt sind, und dann Beispiele anzuführen.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte nicht ohne Weiteres behaupten, daß große Banken und große Firmen in die Provinz zu kleinen Leuten gingen; aber ich habe gesagt, daß es in der wirthschaftlichen Entwicklung liegt, daß sie überhaupt eine derartige propagatorische Thätigkeit betreiben. Der Agent eines Berliner Bankinstituts, der in die Provinz geht und dort die Bankfirmen oder sonstige Spekulanten dazu bewegt, 100 000 Mark Kommandit und 200 000 Mark Harpener und dergleichen zu kaufen, bewirkt, auch wenn er direkt nicht mit kleinen Leuten in Verbindung tritt, eine Ausdehnung der Spekulation. Denn die Käufer empfinden das Bedürfniß, sich nach anderer Seite Luft zu machen, nach anderer Seite ihre Engagements abzustoßen. Der Bankier in Hamburg, der bei einem Berliner Bankinstitute jetzt ein derartiges Engagement unter den verlockendsten Bedingungen übernommen hat, hat seinerseits das dringendste Interesse daran, unter Umständen auch kleine Leute aufzusuchen, die ihm zu einem Erfolge seiner Spekulation verhelfen. Ich will aber auch nicht leugnen, obgleich mir im Augenblick die beweisenden Materialien nicht gegenwärtig sind, daß verhältnißmäßig kleine Leute selbst von großen Instituten dazu animirt werden.

Freiherr **von Huene:** Ja, der Herr Sachverständige hat vorher ausgeführt, daß ihm aus dem Lande Beschwerden über die Belästigungen zugegangen seien. Aus welchen Kreisen stammen die Beschwerden?

Sachv. **Wiener:** Das waren Bankkreise.

Freiherr **von Huene:** Die brauchen sich nicht zu beschweren, die brauchen das Geschäft ja nicht zu machen.

Graf **von Arnim:** Ich muß auch dem Herrn Sachverständigen zustimmen, daß ich einen wesentlichen Unterschied darin eigentlich nicht sehe, ob das große Spekulationshaus nun direkt dem Betreffenden die Spielproposition macht. Wirthschaftlich kommt das ganz auf dasselbe hinaus.

Ich möchte noch an den Herrn Sachverständigen eine Frage richten. Mir ist noch nicht ganz klar, wie das hier genannte Haus, das ja in seiner komplizirten Entstehungsgeschichte — auf die hier einzugehen nicht der Ort ist — symptomatisch außerordentlich interessant ist, nun eigentlich die Geschäfte macht. Wodurch verlockt es das Publikum zu Ultimaabschlüssen, und wie sichert es sich seinen Gewinn?

Sachv. **Wiener:** Ich bin in der eigentlichen Praxis des Börsengeschäfts nicht gerade bewandert, denn ich bin nur ein Jahr vor meiner Studienzeit in einem Bankgeschäft thätig gewesen und weiß nicht, wie sich in den einzelnen Fällen eine derartige Thätigkeit der Bank vollziehen wird. Aber es ist ja ein Fall ganz leicht denkbar. Ein Institut kauft mehrere Tage ein Papier auf; das wird das Institut, wenn es geschickt ist, möglichst vorsichtig machen. Es wird seine Käufe möglichst wenig auffällig zu möglichst niedrigen Kursen ausführen. Immerhin werden die Käufe dieses Instituts, die übrigens auch auf indirektem Wege ausgeführt werden, in einigen Tagen einen entsprechenden Einfluß auf den Kurs der betreffenden

Papiere haben. Die Firma kann auch das Umgekehrte thun, sie kann firen und ist dann in einigen Tagen in der Lage, wenn sie eine entsprechende Kursbewegung herbeigeführt hat, ihren Kunden zu günstigeren Bedingungen, als wenn sie zum Tageskurse kaufen oder verkaufen, das Papier zu überlassen oder von ihnen verkaufen zu lassen.

Professor Dr. **Schmoller:** Ich möchte nochmals auf den Hauptsatz des Herrn Wiener zurückkommen, daß er sagt, die großen Häuser sind schlimmer als die kleinen, und wenn ihr euch immer an die kleinen haltet, dann macht ihr gar nichts. Diese These hat er zu beweisen gesucht durch den Satz: die großen Häuser haben die große Kapitalkraft hinter sich, und das ist eine lapidare, sich mit elementarer Wucht abspielende Entwicklung, da hilft Alles nichts. Das ist bis auf einen gewissen Grad richtig. Da die großen Häuser unendlich größere Emissionen ausgegeben haben, muß in Zeiten der Krise auch an diesen Papieren unendlich viel verloren werden. Das beweist aber für die Frage, die uns hier interessirt, eigentlich nach meiner Empfindung nichts, denn es handelt sich darum: giebt es einen moralischen Fortschritt in den Geschäftsgewohnheiten, in den kaufmännischen Sitten der Börsenwelt, und giebt es einen Qualitätsunterschied der Geschäfte, der sich darstellt als eine sukzessive Vorwärtsbewegung vom Schlechteren zum Besseren, und da ist die große Frage: wo haben wir das höhere Niveau der reellen Geschäftsgewohnheiten zu suchen, zu erwarten, zu finden, und ist da nicht zuzugeben, daß man bei gewissen Häusern bereits diese höhere moralische und reelle Ausbildung der Geschäftsgewohnheiten erreicht hat. Was der Herr Sachverständige angegeben hat, scheint mir zu beweisen, daß auch unter den großen Häusern heutzutage solche sind, die an dem niedrigen Niveau festhalten, statt sich auf das höhere zu stellen, und meine Frage geht hauptsächlich dahin, ob er nicht zugeben muß, daß auch unter den Großen nach dieser Richtung hin ein bedeutender Unterschied existirt, daß jeder Eingeweihte das eine oder das andere unter den großen Häusern im Gegensatz zu den übrigen als Schwindelfirma bezeichnet, und daß das gerade ein moralischer Fortschritt ist, indem ein Bewußtsein damit entstanden ist, daß die Art und Weise, wie diese sogenannten großen Schwindelfirmen agiren, unanständig ist, und daß wir allgemein darüber hinauskommen sollten, daß wir froh sein können, daß nicht alle Großen ebenso sind. Das scheint mir der eigentliche Schwerpunkt zu sein.

Sachv. **Wiener:** Ich muß sagen, daß Herr Professor Schmoller eine ganz andere Frage aufgestellt hat, als sie mir zur Beantwortung vorlag. Mir lag zur Beantwortung vor, ob es möglich ist, durch geeignete Bestimmungen über die Zulassung zur Börse eine einigermaßen wesentliche Verbesserung der Börse herbeizuführen. Diese Frage verneine ich, und zwar verneine ich sie, indem ich nicht so auf die verschiedene Moral der Geschäftskreise Gewicht lege, als auf den Umfang ihrer Thätigkeit, durch den die Hauptschäden, welche der Börsenverkehr aufzuweisen hat, verursacht werden. Ich muß aber Herrn Professor Schmoller auch sagen, daß, wenn er diesen Unterschied zwischen großen und respektablen Firmen einerseits und kleinen und unrespektablen andererseits statuiren will, meiner Meinung nach damit ein Fehler begangen wird

(Zuruf des Professor Dr. Schmoller),

obgleich ich zugebe, daß gewisse bedenkliche Thatsachen mehr nach unten zu finden sind und daß dort unter Umständen verlotterter operirt wird, als von anderen Firmen. Aber ich kann doch nicht anders sagen, als daß die Deutsche Bank und die Handelsgesellschaft und die Diskontogesellschaft — ich kann sie alle nennen und erhebe insofern keinen Vorwurf gegen sie, als sie das als ihre wirthschaftliche Aufgabe betrachten —, daß alle diese Institute, wenn sie einen gewissen Stock von Papieren absetzen und sich vor dem Rückgang der Kurse schützen wollen,

bemüht sein werden, sich dieser Papiere unter Umständen zu entledigen, indem sie diejenigen Thatsachen, welche dieses Vorhaben stören könnten, die öffentliche Meinung erst wissen lassen, wenn sie ihr Engagement abgewickelt haben, und sie werden umgekehrt, wenn sie ein Papier kaufen wollen, wenn sie z. B. mit Rücksicht auf eine rumänische Emission ein Interesse daran haben, zunächst einmal rumänische Papiere aufzukaufen, nichts laut werden lassen, was etwa darauf hinwirkt, daß auch die anderen Leute die rumänischen Papiere kaufen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie sagen also: große Häuser werden einen Effektenbestand, dessen sie sich entledigen wollen, an das Publikum zu bringen suchen und vorläufig diejenigen Thatsachen zurückhalten, die den Kurs nachtheilig beeinflussen. Nehmen Sie aber auch an, daß diese Häuser das im Wege der Empfehlung an ihre Kunden thun, und nehmen Sie auch ferner an, daß sie, um es mit Erfolg zu thun, den Kurs dieser Papiere zunächst durch besondere hierauf gerichtete Bethätigungen steigern?

Sachv. **Wiener:** Das hängt von der Respektabilität der betreffenden Firmen ab.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ja, das meine ich eben.

Sachv. **Wiener:** Ja, das hängt ganz davon ab.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie stellen aber den Gedanken auf, daß in der Art der Entwicklung, der Art der Verpflichtung, welche große Kapitalassoziationen haben, sie ihr Kapital namentlich in Zeiten der Stagnation zu fruktifiziren sich genöthigt sehen und auch nicht davor zurückschrecken, in dieser Weise zu manipuliren.

Sachv. **Wiener:** Ich zweifle nicht daran, daß ein Institut, welches eine große Emission auf dem Gebiete der Montanaktien etwa plant, eine günstige Stimmung für Montanaktien zu erkennen geben wird, um sich seines Montanaktienbesitzes zu entledigen, auch wenn es überzeugt ist, daß entweder in der allgemeinen Konjunktur der Börse, oder in der besonderen der Industrie, oder aus irgend welchen anderen Gründen die Wahrscheinlichkeit gegeben ist, daß ein Rückschlag der Kurse eintritt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Nun wollen wir einmal den Fall nehmen, den Sie eben erwähnten, es sollen die Mittel der Harpener Gesellschaft erhöht werden. Nehmen Sie auch an, daß solche Gesellschaften auch ohne guten Glauben an die sachliche Zweckmäßigkeit neue Emissionen, Gründungen, wie Kapitalserhöhungen schaffen, um mittels des Vorhandenseins dieser Werthe und dieser Kurstreiberei sie an die Kunden abzusetzen in dem Bewußtsein, daß der Kurs sich nicht halten wird?

Sachv. **Wiener:** Der Herr Präsident legt mir eine Frage vor, deren Beantwortung sehr von dem Ermessen der einzelnen Firmen abhängt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Sie haben auf den Harpener Fall exemplifizirt und wollten uns an diesem demonstriren, was geschehen ist. Es ist mir nicht ganz klar geworden. Wenn Sie die Güte haben wollen, das zu wiederholen.

Sachv. **Wiener:** Der Fall ist, glaube ich, ganz bezeichnend und läßt sich wohl kurz behandeln. In der Zeit der großen Emissionsära wurde es offenbar von den Interessenten, von Bankfirmen, vielleicht auch von den betheiligten Grubenbesitzern als ein gutes Geschäft betrachtet, wenn die Harpener Bergbaugesellschaft die Zeche Herne-Bochum hinzu erwerben würde.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das wurde für ein materiell gutes Geschäft erachtet?

Sachv. **Wiener:** Das weiß ich nicht. Ich meine nur, es wär das möglich. Daraufhin wurde eine große Neuemission von Harpener Aktien bewerkstelligt, die die Bank natürlich zu einem möglichst hohen Kurs herausbringen wollte. Das betrachtete sie als eine Aufgabe ihrer Geschicklichkeit, wenn sie sich der Harpener Aktien entledigte und das etwaige Risiko, das ihr aus dem Geschäfte entstand, durch Blankoabgaben in Harpenern deckte. Selbstverständlich hatte sie in derselben Zeit, in der sie als ihr Hauptziel die Unterbringung der Harpener Aktien betrachtete, ein Interesse daran, dieses Geschäft Herne-Bochum als ein sehr günstiges zu bezeichnen. Sie hatte auch ein Interesse daran, die Vorstellung zu erwecken, daß derjenige, welcher die Aktien erwirbt, nicht einen Rückgang, wie sie selbst glauben mochte, sondern eine Steigerung zu erwarten hat, und es wird also in der That die Bank zu derselben Zeit eine günstige Vorstellung über die Aktien zu veranlassen bemüht sein, in der sie selber die Aktien verkauft.

(Senatspräsident Dr. Wiener: Das wäre wohl Betrug!)

Es braucht nicht durchaus Betrug zu sein, Herr Präsident Wiener. Die Emissionsgeschäfte vollziehen sich ja meist in der Weise, daß der Emittent es als seine Aufgabe betrachtet, sich des Effektenbesitzes zu entledigen, wo das Publikum dazu angeregt wird, das Papier zu kaufen. Der Emittent hält offenbar den Kurs nicht mehr für so steigerungsfähig, daß es ihm werthvoll und geeignet erschiene, das Papier zu behalten. Er hält die Konjunktur zu dem Kurse für erschöpft und nun bringt er das Papier heraus und empfiehlt es.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das ist etwas Anderes. Erstens kreirt sie das nicht, sie schafft auch nicht das Bedürfniß des fremden Staates, seine Anleihen zu bringen. Hier aber verschiedt sich der Gesichtspunkt, indem Sie sagen, der Kauf war eigentlich nicht nöthig für das Bergwerk, sondern er war nur zweckmäßig, um Werthe zu haben,

(Sachv. Wiener: Ja!)

an deren künstlicher Kurssteigerung das betreffende Bankhaus profitiren konnte, während es genau wußte, daß, sobald diese Steigerung nicht mehr nöthig ist, weil die Papiere untergebracht sind, das natürliche Sinken auch nicht aufgehalten werden wird.

Sachv. **Wiener:** Herr Präsident Wiener irrt sich meiner Meinung nach, wenn er meint, daß dem Emissionsgeschäft nicht ähnliche Gesichtspunkte zu Grunde liegen. Selbstverständlich wurden die Anleihebedürfnisse der fremden Staaten nicht ganz und gar oder ohne Weiteres von den Emittenten geschaffen, aber gewiß reisen finanzielle Agenten im Auslande herum und bieten Argentinien Anleihen an und bringen die dortige Regierung auf den Gedanken, ob es nicht ganz vortheilhaft wäre, wenn sie diese oder jene Anleihe aufnähme — immer in der Ueberzeugung, dann können wir Werthe schaffen, deren Emission wir bewerkstelligen werden zu einem Kurs, bei dem wir einen Verdienst haben, auch wenn später ein Rückgang eintritt.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Was Sie uns da erzählen, wäre der Fall Polke, nur von einem eleganteren Emissionslokale aus durch distinguirtere Leute ins Werk gesetzt.

Freiherr **von Huene:** Der Herr Sachverständige hat uns eine ganze Reihe von verschiedenen Dingen hier vorgetragen, die man doch, glaube ich, etwas auseinanderhalten muß.

Er hat erstens geschildert, wie die ganze wirthschaftliche Entwicklung die großen Häuser dazu zwingt, die Massenwerthe an den Markt zu bringen, und wie es durchaus ihr Interesse ist, derartige Geschäfte in möglichst weitem Umfange zu machen. Daran ist an sich gar nichts zu finden. Er hat aber dann gesagt, diese großen Häuser machen diese Geschäfte namentlich dann, wenn sie selbst überzeugt sind: das Papier, das sie in

Massen liegen haben, sei nicht mehr das werth, was der Kurs anzeigt, es müsse heruntergehen.

(Widerspruch des Sachverständigen **Wiener.**)

Ja, erlauben Sie, Herr Sachverständiger, das haben Sie gesagt. Sie haben das als eine so allgemeine Operation hingestellt, daß in vielen Fällen das große Haus sich sagt: das Papier muß heruntergehen, der innere Werth des Papiers ist nicht mehr vorhanden, ich werde mich daher jetzt meines Vorraths entledigen, und damit ich das vortheilhaft thun kann, werde ich zunächst einmal im Sinne der Hausse Gerüchte ausbreiten, und wenn ich Ungünstiges über das Papier weiß, werde ich es verschweigen. Das ist doch schon ein Verfahren, von dem ich sagen muß, es ist durch und durch unanständig, und ich glaube, der Herr Sachverständige ist auch der Ansicht. Wenn er das aber als ein Verfahren ansieht, das in großem Umfange stattfindet, dann befinden wir uns auf einem sehr bösen Boden.

Dann hat der Herr Sachverständige gesagt, bei Emissionen kommt es öfter vor: das Haus emittirt, also giebt aus sich heraus in dem Augenblick, wo es glaubt, es ist an dem Kurs nichts mehr zu gewinnen, sondern eher zu verlieren. Ich bin der Meinung gewesen, daß in großem Umfange Emissionshäuser emittiren, um das Emissionsgeschäft als solches zu machen, um den Vortheil einzuziehen, den sie dabei sicher haben, und ich bin im Großen und Ganzen von der Ansicht ausgegangen, daß das Emissionshaus selbst das Papier für etwas Vernünftiges und Gutes hielte und sonst seinen Namen nicht mit dem Papier verknüpfen würde. Das ist doch auch eine sehr üble Sache.

Endlich hat der Herr Sachverständige gesagt: es ist richtig, die auswärtigen Staaten haben ihre Kreditbedürfnisse bei sich entstehen sehen, aber sie werden gewissermaßen aufgefordert, Anleihen zu machen. Da wäre es sehr interessant, zu erfahren, ob z. B. irgend jemand von hier aus oder von anderen größeren Plätzen aus sich bemüht hat, die Argentinier aufzufordern, eine Anleihe zu machen. Es wäre interessant, wenn wir darüber etwas Näheres hören würden. Das ist auch ein Fall, den der Herr Sachverständige angeführt hat.

Wenn ich nun das Alles überlege, so komme ich zu dem Resultat, daß wir an dieser Stelle trotzdem weniger den Hebel einsetzen können, ich möchte aber den Herrn Sachverständigen fragen, ob man nicht dadurch, daß man die Emissionen in gewisser Weise erschwert, auch auf die Gefahr, solide Emissionen zurückzudrängen, den Schaden in seinen ersten Ursachen etwas dämpfen kann, zweitens aber — und das ist das, worauf wir vorhin schon kamen — ob man nicht auch die Art und Weise überwachen sollte, wie nun die am Markt vorhandenen Werthe dem nicht sachkundigen Publikum anempfohlen und aufgedrungen werden. Ich glaube, das sind die beiden Endpunkte, an denen man ansetzen muß, während das zwischenliegende Geschäft allerdings der Kontrole weniger unterzogen werden kann.

Sachv. **Wiener:** Herrn von Huene muß ich doch erklären, daß das mir wesentlich erscheint, ob ich gesagt habe „namentlich", oder ob ich, wie ich glaube, gesagt habe: „auch" in dem betreffenden Falle würden die Emissionsinstitute so handeln, weil sie sonst mit dem Geschäft sich, resp. ihre Aktionäre schädigen würden.

Wenn Herr von Huene das als besonders interessant angesehen hat, daß Finanziers von hier nach dem Auslande reisen, um zu Anleihen anzuregen, so kann man in einer solchen Thätigkeit nur unter gewissen Voraussetzungen etwas zu Bemängelndes oder etwas Nachtheiliges erblicken. Ich meine, wenn in einem Lande, namentlich in einem solchen mit geringerer Kultur, nicht das Verständniß dafür vorhanden wäre, daß von ihm eine Anleihe zu dem und dem Zweck gemacht werden könnte, der sich als ganz berechtigt und segensreich

erweisen würde, und wenn eine Bank dahin geht und ein Geschäft zu machen glaubt, indem sie dem Lande eine solche Anregung giebt, so wüßte ich nicht, was da so unerhörtes darin zu sehen wäre. Leider begegnen hierbei nur auch Mißbräuche, und wenn Herr von Huene aus dem, was hier mitgetheilt worden ist, schließt, daß das Emissionsgeschäft eingeschränkt werden müsse, so bestätigt er nur das, was ich in meiner vorigen Vernehmung behauptet habe. Es ist in der That auf Präventivmaßnahmen Bedacht zu nehmen, welche den Exzessen im Emissionswesen steuern.

(Während dieser Ausführungen hat Reichsbankpräsident Dr. Koch den Vorsitz übernommen.)

Vorsitzender: Haben Sie in der Hinsicht schon Vorschläge gemacht, um einer übertriebenen Emissionsthätigkeit zu steuern?

Sachv. **Wiener:** Das ist in der vorigen Vernehmung geschehen mit Bezug auf die Unterzeichnung der Prospekte und mit Bezug auf die Befugnisse, welche ich einer erweiterten Börsenbehörde zugewiesen sehen möchte.

Graf **von Arnim:** Ich möchte glauben, daß es außerordentlich dankenswerth ist, daß der Herr Sachverständige uns so eingehend über seine Beobachtungen unterrichtet hat. Ich stehe auf dem Standpunkt, daß ich geneigt bin, diesen Ausführungen die allergrößte Beachtung zu schenken, und bedauern würde, sie dadurch in ihrer Bedeutung abzuschwächen, daß auf die Aeußerungen anderer Sachverständigen hingewiesen wird, die die Börsenverhältnisse und was damit zusammenhängt, in einem zu rosigen Licht schilderten.

Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob er nicht auch die Beobachtung gemacht hat, daß bei den Manipulationen, wo es sich um die Vermehrung des Aktienkapitals handelt, und in dem hohen Agio große Gefahren für das Publikum liegen.

Sachv. **Wiener:** Ja, in solchen Zeiten geht das eine neben dem anderen her.

Vorsitzender: Sollten Sie aber nicht dennoch den Eindruck haben, daß im Ganzen genommen die Thätigkeit der Betreffenden keine verderbliche gewesen ist? Die großen Banken, die sich der Emission unterzogen haben, übernehmen doch wohl häufig damit zunächst nur die Vermittlerrolle zwischen Schuldner und anlagebedürftigem Kapital. Hätten sie sich lediglich eines halb werthlosen Besitzes entäußern wollen, so, glaube ich, würden doch nicht so große Emissionen mit gutem Erfolge in Deutschland stattgefunden, sondern sie würden sich in das Ausland geflüchtet haben.

Sachv. **Wiener:** Herr Präsident, unser wirthschaftliches Leben ist ohne Emissionen undenkbar, und es ist auch zweifellos, daß eine ganze Reihe von Emissionen einen guten Ausgang nehmen, aber es ist auch ebenso zweifellos, daß nicht ohne Verschulden der Bankwelt in ihrem Interesse zu manchen Zeiten große Uebertreibungen begangen werden, und diese Uebertreibungen hintanzuhalten, nicht das Emissionswesen überhaupt zu vernichten oder zu stören, muß die Aufgabe der Börsenreform sein.

Vorsitzender: Ich habe ja nicht den Zusammenhang Ihrer Aeußerungen gehört. Sie haben wohl nicht gesagt, daß in der Hauptsache die Emissionen den Zweck gehabt haben, den schlechten Besitz der Banken unter das Publikum zu bringen?

Sachv. **Wiener:** Nein. Die Schicksale der Emissionen hängen auch zusammen mit den Veränderungen auf dem Geldmarkt, mit der Verschlechterung der allgemeinen wirthschaftlichen Konjunktur und anderen Thatsachen, an denen die Emissionsfirmen keine Schuld tragen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Nur eine kurze Frage an den Herrn Sachverständigen. Er sagte, es läge in

der Entwicklung des Bankgeschäfts, daß die großen Banken und Bankhäuser Kommissionäre in die Provinz schicken. Ich weiß nicht, ob er damit sagen will, daß das alle großen Bankhäuser thun, oder ob er überhaupt meint, daß es große Bankhäuser und Institute giebt, die Kommissionäre ausschicken?

Sachv. **Wiener:** Ich meine nicht, daß es alle thun. Es bewerkstelligt sich übrigens das, was erreicht werden soll, zum Theil noch viel geeigneter auf anderem Wege, z. B. mit Zirkularen des Bankiers.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich wollte nur dem am Anfange der Debatte ausgesprochenen Wunsche nach Mittheilung von Thatsachen entsprechen, soweit ich es vermag. Diese Diskussion ging davon aus, daß Telegramme nach auswärts geschickt worden sind, welche Stimmung machen sollten. Das ist nicht in der vorigen Woche zum ersten Mal geschehen, sondern es ist schon früher geschehen, und da solche Telegramme auch nach Frankfurt oder in meinen Leserkreis gekommen sind, habe ich davon Kenntniß erhalten. Dann muß ich aber sagen, daß nicht die hier mit Namen genannte große Firma allein es ist, welche solche Telegramme geschickt hat, sondern daß auch ein Haus, das man wohl als klein bezeichnen muß, das sich aber auf dem Bergwerksgebiet sehr interessirt, in einer großen Reihe von Fällen häufig ellenlange Depeschen geschickt hat, die Stimmung machen sollten, die greifbare Uebertreibungen enthielten und die deshalb nirgends Eindruck gemacht haben, weil Jeder sich gesagt hat, der Mann hat eine ungesunde Tendenz, die er uns einzureden sucht, wir kümmern uns nicht darum. Die Telegramme von Breest & Gelpcke habe ich in die Hände bekommen zu der Zeit, wo sie in größerer Zahl verschickt worden sind. Sie haben sich aber von denen, die ich erst erwähnte, wesentlich im Inhalt unterschieden. Während das erste eine Reihe von Thatsachen anführte, die sich der Kontrole entzogen, und die, wie ich glaube, wenn man sie kontrolirt hätte, sich als nicht vorliegend erwiesen hätten, ging dieses Telegramm von Breest & Gelpcke, was ich gesehen habe — es ist wohl schon zwei oder drei Monate her, also ich kann es nicht genau wissen , ungefähr dahin: der Absender glaubt, daß die Tendenz es handelte sich auch um Bergwerkspapiere jetzt im Begriff sei, sich zu verbessern oder zu verschlechtern — ich weiß nicht, war es à la baisse oder à la hausse. Das war der ganze Inhalt, und ich kann als sicher feststellen, daß unter den Depeschen, die ich gesehen habe, durchaus nur solche an Bankfirmen waren. Derartige Depeschen an Privatleute habe ich nicht gesehen, auch aus unserem Leserkreise nichts darüber erfahren.

Vorsitzender: Sie wollen das nicht billigen?

Sachv. **Cohnstädt:** Diese Stimmungsmacherei, wenn sie in solchem Maße und mit solcher Absicht geschieht, mißbillige ich ganz gewiß, aber ich glaube ebenso gewiß, daß, wenn dies in sehr vielen Fällen oder in auffälliger Weise geschieht, das Geld zum Fenster hinausgeworfen ist, weil aus Bankierkreisen Niemand darauf hineinfallen wird. Etwas anderes wäre es, wenn es in Privatkreise käme; das wäre sehr gefährlich.

Daß Emittenten oder große Besitzer von Effekten, wenn sie verkaufen wollen, ihre Sachen empfehlen, fasse ich so auf, daß damit nicht gemeint ist, daß wissentlich Falsches vorgebracht wird; das würde ja unter einen anderen Punkt fallen, über den wir später zu sprechen haben werden.

Ich muß mir dagegen die Bemerkung erlauben, wenn zwischen großen und kleinen Firmen unterschieden wird, daß es ja selbstverständlich ist, daß, wenn große Firmen Fehler machen, sie quantitativ einen größeren Schaden anrichten. Ihre Emission und ihre Geschäftsthätigkeit ist ja umfangreicher, es ist ja nicht zu ändern, daß der Schaden größer ist. Aber ich möchte doch die Thatsache anführen, daß darin

auch die großen Firmen ihre Haut sehr weitgehend zu Markte tragen, denn ihre Größe, ihr Einfluß, ihre Wirksamkeit beruhen auf ihrem Emissions-, auf ihrem Geschäftskredit. Begehen sie aber Fehler, die nicht sehr entschuldbar sind, so schädigen sie ganz gewiß neben der Schädigung des Publikums auch sich selbst, und sie werden diese Gewinne, die sie zuerst erzielt haben, nachher wieder abgeben müssen und vielleicht per Saldo viel größere Verluste erleiden. Das ist für die Frage, um die es sich hier handelt, nicht der entscheidende Punkt, das haben die Leute mit sich selber abzumachen. Aber ganz gewiß erleiden sie eine sehr erhebliche Einbuße an ihrem Emissionskredit, wenn sie Emissionen gemacht haben, die nicht zu billigen waren. Sie können bona fide hineinfallen, sie können entschuldbar sein, dann wird das Publikum wohl auch dasselbe Urtheil haben; aber wenn sie unentschuldbar sind, wird ihnen das schwer schaden, und wenn sie Uebergriffe begehen, wie das jetzt wieder angeführt ist, daß der Bankier bestimmte Tendenz machen will in übertriebener Weise oder daß er wiederholt fehlgreift in der Ansicht, die er ausspricht, so wird er auch dadurch sich in Mißkredit bringen und wird eben schließlich keinen Erfolg haben.

Vorsitzender (zum Sachverständigen Cohnstädt): Glauben Sie, daß sich das von selbst regeln wird, oder würden Sie besondere Mittel vorschlagen, dem vorzubeugen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich bin ganz fest überzeugt, daß respektable Firmen eben nur respektable Mittel brauchen werden.

Ich wollte mir die Bemerkung erlauben, daß ich auf diese Sache nicht weiter eingehe, weil ich mir vorbehalte, das bei Nummer 18 zu thun, und weil ich es nicht als meine Aufgabe betrachte, mit dem Herrn Sachverständigen über das zu diskutiren, worin ich nicht ganz mit ihm einverstanden bin — das würde ja auch zu weit führen — um so weniger, als er ja in fundamentaler Beziehung ganz mit mir übereinstimmt und auch mit mir der Meinung ist, daß man nicht die Börse zu einem exklusiven Aufenthaltsort der großen Firmen machen soll. Würde man die Börseninteressenten fragen, so würden sie ja vielleicht der Meinung sein, besonders die großen: ja wohl, so exklusiv wie möglich, denn das giebt ihnen ja ein Monopol. Allein ich habe mich ja von vornherein dafür ausgesprochen, das nicht zu thun, und in den Beschränkungen, obwohl ich Einschränkungen für am Platze halte, nicht zu weit zu gehen, damit das Börsengeschäft nicht monopolisirt wird.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur ganz kurz bemerken, daß die Fälle, in denen durch Bankiers das Privatpublikum in Depeschen aufgefordert wird, an einem bestimmten Tage, zu einer bestimmten Frist zu kaufen, doch sicherlich nicht selten vorgekommen sind. Ich habe hier einen Fall, wo es sich um das Bankhaus Fränkel und um einen kleinen Kaufmann in Küstrin handelt, wo festgestellt ist, daß Fränkel am 14. Januar 1889 in großem Umfange sich an seine Kunden telegraphisch gewandt und ihnen zum Ankauf von Phönixaktien zum Börsenanfangskurs des nächsten und übernächsten Tages gerathen hat, daß in Folge dessen auch eine kolossale Kurssteigerung eingetreten ist, die natürlich nur ganz kurze Zeit vorgehalten hat, und daß in großem Umfange Schädigungen stattgefunden haben.

(Halbstündige Pause.)

Vorsitzender: Wir kommen nun zu Nummer 18. Diese Frage ist ja schon bei der letzten Diskussion gestreift. Ich möchte Herrn Cohnstädt bitten, sich darüber auszusprechen.

Sachv. **Cohnstädt:** Auch diese Frage wird eigentlich einer Präzisirung bedürfen, um bestimmt beantwortet werden zu können. Zunächst: was ist unter „schädlichem Reklamewesen" zu ver-

stehen? Der Fragesteller hat meiner Ansicht nach mit Recht nicht geglaubt, jedes Reklamewesen in Frage stellen zu sollen. Es giebt im Geschäftsverkehr wohl nichts, wo man nicht eine Reklame herausfinden könnte oder auch eine Reklame für berechtigt halten würde, wie auch jeder Kaufmann, jeder Waarenhändler und in gewissem Sinne ja auch jeder Bankier sie zu machen berechtigt ist. Das schädliche Reklamewesen findet er vermuthlich in demjenigen Reklamewesen, welches sich als ein gemeinschädliches erweist. Ich denke, wenn ich davon spreche, an Fälle, wie z. B. die Reklame der englichen Firma Grosvenor & Cie., an Cochrane, auch an solche Fälle, wie seiner Zeit die großen Inserate von Hugo Loewy. Gemeinschädlich ist diese Thätigkeit meines Erachtens schon im ersten Augenblick wohl gewesen, insofern als die Inserate von Hugo Loewy zum Spekuliren verleiten wollten und verleitet haben, auch Rathschläge von sehr bedenklicher Art gegeben haben, insofern weiter auch diese Inserate von Grosvenor und Cochrane zum Spekuliren, zum eigentlichen Börsenspiel aufforderten, und zwar in einer außerordentlich gefährlichen Form, daß man — was sie das sogenannte Einprozentsystem nennen — sich mit einem ganz geringen Einschuß begnügen wolle, mit einem Einschuß, der viel zu gering ist, um, wenn man sich auf den Standpunkt des Spekulirenwollens stellt, auch nur ein einigermaßen solides Spekuliren zuzulassen, denn dieses 1 Prozent geht natürlich sehr bald darauf in Provisionen und in ganz kleinen Kursschwankungen.

Ich finde aber, daß es, um bei dem Beispiel zu bleiben, kaum möglich sein würde, durch Strafbestimmungen zu verhindern, daß Inserate in die Welt gesetzt werden, also schädliches Reklamemachen und Inseratenwesen von der Art stattfindet, wie Grosvenor, Cochrane und Hugo Loewy es seiner Zeit gemacht haben. Auch da hat die Presse selber sich einigermaßen geholfen. Die Presse hat ja, wenn Sie wollen, im Anfang mitgewirkt, indem sie diese Inserate aufnahm; allein die Presse ist für den Anfang sicher vollkommen entschuldbar gewesen. Das Zurückweisen eines derartigen Inserats würde doch nicht anders haben aufgefaßt werden können, als daß man sagt, du bist gemeinschädlich, du bist gemeingefährlich, ich will von dir nichts wissen. Dies im ersten Augenblick gleich zu thun, ist ja doch immer eine sehr bedenkliche Sache, zumal in Rücksicht auf die Beleidigungsparagraphen des Strafgesetzbuchs, von denen ich gestern zu sprechen die Ehre hatte, und die mir, wie es scheint, nicht genügenden Schutz für ein derartiges Eingreifen der Presse bieten. Indeß als mir, um von dem Beispiel zu sprechen, damals Thatsachen mitgetheilt wurden, die ich für glaubwürdig hielt und die von der Art waren, daß ich sowohl Grosvenor als Loewy als sehr bedenklich zu halten berechtigt war, in diesem Augenblick haben wir uns entschlossen, diese Inserate zurückzuweisen, und haben das auch in der Zeitung erklärt, und damit eben die Warnung, die wir vorher schon bei Aufnahme der Inserate ausgesprochen hatten, unterstützt und kräftig unterstützt, und ich darf zu meiner Freude sagen, daß diesem Beispiel ein sehr großer Theil der Presse, auch ein hier vertretenes hiesiges Blatt, das „Berliner Tageblatt" gefolgt ist. Ich entsinne mich dessen bei anderen Blättern auch, und es ist bis auf vielleicht wenige Ausnahmen ein derartiges Inserat nicht mehr in der deutschen Presse erschienen. Beseitigen hat man dieses schädliche Reklamewesen damit allerdings nicht können, aus dem einfachen Grunde: nachdem die Leute aufgehört hatten zu inseriren, haben sie den Weg des Zirkularverschickens gewählt, und das mit großem Geschick und mit großem Erfolg wohl auch, sonst würden sie es nicht so lange fortgesetzt haben. Viele Monate hindurch sind uns aus dem Publikum heraus, und zwar von Privatleuten, zum Unterschied von dem, was vorher erwähnt worden ist, wo es sich um Bankiers handelt, derartige Zirkulare zugestellt worden, die sie von Firmen bekommen hatten, und in denen in dieser gemeinschädlichen Weise das Einprozentsystem empfohlen war,

ja noch mehr, in denen ihnen vorerzählt wurde, daß die früheren Rathschläge ganz kolossalen Erfolg zu Gunsten der Betreffenden gehabt hätten und ihnen neue Rathschläge gegeben wurden, die meines Erachtens außerordentlich gefährlich waren, wie überhaupt das Spekuliren an der Londoner Börse für den deutschen Privatmann unter allen Umständen gefährlich sein muß. Diese Irreleitung des Publikum hat also nicht durch die Presse stattgefunden, sondern durch Zirkulare. Alles, was die Presse dagegen thun konnte, war, daß sie von Zeit zu Zeit wenigstens — man konnte natürlich nicht alle Tage dasselbe schreiben — darauf hinwies, wie wir und Andere das auch gethan haben, und das Publikum warnte, auf diese Sachen hineinzufallen.

Die bewußte Irreleitung des Publikums durch die Presse scheint mir mit den Strafbestimmungen zusammenzuhängen —

Vorsitzender (einfallend): Würden Sie ein anderes Mittel gegen solche Reklame nicht vorzuschlagen wissen, als die Haltung der anständigen Presse durch regelmäßige Ablehnung solcher Inserate? Es ist angeregt worden, durch Disziplinarmaßregeln gegen solche Leute zu wirken, die sich nicht scheuen, immer und immer wieder mit diesen Reklameanzeigen hervorzutreten, indem man diese schließlich von der Börse ausschließt.

Sachv. **Cohnstädt:** In dem Falle, von dem ich sprach, handelte es sich um zwei Londoner Firmen, mit denen also auf diesem Wege nichts anzufangen war.

Vorsitzender: Hugo Loewy ist doch eine Berliner Firma?

Sachv. **Cohnstädt** (fortfahrend): Dagegen würde ein Geschäftsgebahren, wie es Hugo Loewy geübt hat, nach dem Material, das ich damals in die Hand bekam, und das ich auch ebenso anderwärts habe beurtheilen hören, allerdings geeignet sein, unter der Einrichtung des ehrengerichtlichen Verfahrens, wie ich es vorausgesetzt habe, einen solchen Mann von der Börse auszuschließen. Der Mann hat beispielsweise — ich weiß nicht, ob diese Einzelheiten hier interessiren — —

Vorsitzender: Können Sie besondere Charakteristika anführen?

Sachv. **Cohnstädt:** Als z. B. ein Offizier in Süddeutschland, der sich verleiten ließ, bei ihm zu spekuliren, erklärte: jetzt verlange ich meine Abrechnung und will das Geld, das ich aus meinem Depot herauszubekommen habe, ausgeliefert haben, da hat Hugo Loewy Ausflüchte gemacht, es ihm vorenthalten, und als der Offizier drängte, antwortete er ihm: wenn Sie noch einmal einen derartigen Brief schreiben, werde ich Sie bei Ihrem Vorgesetzten denunziren. Als ich dieses in der Zeitung mittheilte, würde ich wahrscheinlich, wenn ich deshalb vor Gericht gefordert worden wäre, und wenn Hugo Loewy lange genug bestanden hätte, verurtheilt worden sein, denn ich hatte die Beweise noch nicht — ich habe das aber selbst auf die Gefahr der Verurtheilung hin mitgetheilt. Das ist einer der Fälle, wo die Presse sehr kühn vorgehen muß und geschützt werden muß.

Vorsitzender: Nun bitte ich, sich über die Frage der irreführenden Gerüchte zu äußern.

Sachv. **Cohnstädt:** Erst möchte ich noch hervorheben: bewußte Irreleitung des Publikums durch die Presse. Da komme ich auf die Frage der Strafbestimmungen. In Artikel 249d des Handelsgesetzbuches wird mit Strafe bedroht, wer in öffentlichen Bekanntmachungen wissentlich falsche Thatsachen vorspiegelt oder wahre Thatsachen entstellt, um zur Betheiligung an einem Aktienunternehmen zu bestimmen — etwas, was absolut zu billigen ist, wenn man noch einen weiteren Zusatz macht. Warum dies nur strafbar sein soll, wenn es zur Betheiligung an einem Aktienunternehmen geschieht, und nicht auch strafbar dann, wenn es die Besitzer

durch wissentlich falsche Thatsachen herausschreckt, zu Unrecht ihren Besitz zu verkaufen, das weiß ich nicht, das vermag ich nicht zu begreifen. Es mag vielleicht strafbar sein nach anderen gesetzlichen Bestimmungen, aber dann wäre ja der § 249d nicht nöthig.

Vorsitzender: Da ist der Kausalzusammenhang schwer aufzuweisen, aber Sie haben wohl ganz recht, das ist eine offenbare Lücke. Solche Fälle, daß angeregt wird, à la baisse zu spekuliren, giebt es; mir wurde hier soeben ein solches Beispiel vorgelegt, das sich als eine Art von Reklame in entgegengesetzter Richtung kennzeichnet. (Auf ein Inserat deutend:) Wie würde Jemand ein solches langes Inserat bezahlen, wenn er nicht eigennützige Zwecke verfolgt? Es wird mit großen fetten Buchstaben auf den Rückgang eines Unternehmens hingewiesen. Das würde ja, wenn es unrichtig ist, ganz unter dieselben Gesichtspunkte fallen.

Sachv. **Cohnstädt:** Gewiß, das sollte ich meinen. Aber der Artikel 249d trifft es nicht.

Vorsitzender: Ebenso gut könnte man fragen, warum sich die Strafbestimmung nur auf Aktien beziehen soll.

Sachv. **Cohnstädt:** Gewiß, warum es nicht auch bei anderen Werthen ebenso gemeinschädlich gethan werden kann, wie bei Aktien.

Vorsitzender: Sie würden also eine Ausdehnung befürworten?

Sachv. **Cohnstädt:** Sicherlich. Was für Aktien gilt und was dort weiter gelten sollte, nicht bloß für die Betheiligung, sondern auch für den Verkauf, würde ich auch auf fest verzinsliche Papiere erstrecken, und da kommt das, was ich bei der vorhergegangenen Diskussion zu bemerken mir vorbehielt. Wenn dort vorausgesetzt war, daß der Bankier, weil er seinen Besitz weiter zu veräußern wünscht, Rathschläge wider sein besseres Wissen giebt — ja, das halte ich dann allerdings zweifellos für etwas ganz Unreelles und für etwas Strafbares, und ich glaube auch, daß das sogar unter den Betrugsparagraphen fallen würde.

Vorsitzender: Das würde doch nur zutreffen, wenn wirkliche Täuschung vorliegt.

Sachv. **Cohnstädt:** Eben, der Betrugsparagraph ist ja deshalb ein wenig eng. Wir haben ja diese Erfahrung erst vor Kurzem gemacht in einem bestimmten, viel Aufsehen machenden Prozeß, daß es schwierig ist, diesen ganzen Konnex, alle die Voraussetzungen des Betrugsparagraphen 263 zu erfüllen, also die Irrthumserregung nachzuweisen und die Schädigung nachzuweisen. Das ist ja oft sehr schwer, und gerade aus diesem Gesichtspunkte hat wohl der Gesetzgeber in Artikel 249d auch diese Fälle treffen wollen. Aber er durfte sich da nicht auf die Aktien beschränken, obwohl er vielleicht dazu verleitet war, weil es im Aktienrecht stand, nur von Aktien zu sprechen.

Weiter bedroht der Artikel mit Strafe denjenigen, der in betrügerischer Absicht auf Täuschung berechnete Mittel anwendet, um auf den Kurs von Aktien einzuwirken. Auch da ist ganz gewiß die Anwendung eine zu enge, weil die betrügerische Absicht auch strafbar sein muß, wo es sich nicht um Aktien handelt, sondern um fest verzinsliche Werthe. Auch hier genügt der Betrugsparagraph nicht, denn wenn er genügte, hätte man das hier nicht hineinzuschreiben brauchen. Es soll ja die betrügerische Absicht allein schon strafbar sein, während im Betrugsparagraphen doch nicht die betrügerische Absicht schon unter allen Umständen genügt.

Vorsitzender: Hier genügt schon die Absicht und die Anwendung von solchen Mitteln, ohne daß gerade ein Kausalzusammenhang vorhanden zu sein braucht.

Sachv. **Cohnstädt:** Jawohl, das ist hier schon etwas weiter gegangen.

Nun heißt es aber in der Frage: bewußte Irreleitung durch die Presse und Verbreitung falscher Gerüchte. Wenn die Verbreitung falscher Gerüchte in betrügerischer Absicht stattfindet, so würde es ja dadurch schon betroffen werden und würde auch mit Recht betroffen werden. Es soll ja auch strafbar sein, nur veranlaßt mich die Erwähnung der Presse dazu, daß ich diese Strafbarkeit nicht in dem Sinne verstehe, daß die Presse etwa für diese Irreleitung verantwortlich gemacht werden sollte. Selbstverständlich kann ich mir Fälle konstruiren, in denen ich auch die Presse bestraft wissen will, vorausgesetzt, daß auch sie bewußt oder in betrügerischer Absicht in solcher Weise gemeinschädlich thätig ist. Solche Falle sind sehr wohl denkbar. Von der Presse im Allgemeinen setze ich das durchaus nicht voraus. Die Presse hat ja im großen Ganzen gar kein Interesse daran, ob das Papier oder jenes begünstigt oder angegriffen wird u. s. w. Allein es giebt immerhin doch eine Art von Presse, diejenige, die verquickt ist mit Bankgeschäften — ich erinnere an ein altes Beispiel und wähle das, da es ja außer Frage steht: das Blatt, das Johannes Hollander seiner Zeit mit Max Lewinstein fruktifizirt hat. Er war der Journalist, und Max Lewinstein war der Bnnkier. Max Lewinstein bezog sich auf dns Blatt und machte Reklame mit dessen Rathschlägen, und Hollander machte dem Max Lewinstein Reklame und sagte: kauft dessen Emissionen, die sind ausgezeichnet. Bei diesem Ineinanderarbeiten, das ganz gewiß in betrügerischer Absicht geschah, soll dann auch die Presse selbstverständlich verfolgt werden können. Das sind aber die extremen Ausnahmefälle. Die Irreleitung des Publikums durch die Presse vollzieht sich heute häufig in solcher Weise, daß die Presse wirklich auch beim besten Willen sich dessen nicht erwehren kann, und man darf auch der Presse nichts Unmögliches zumuthen. Eine Mitverantwortlichkeit der Presse existirt auch heute schon in dem Preßgesetz im § 20, welches verantwortlich macht für den Inhalt aller Veröffentlichungen nach den bestehenden allgemeinen Strafbestimmungen, und zwar — es geht sehr weit — nicht nur den Redakteur, sondern auch den Verleger und den Herausgeber und Verbreiter; und noch mehr: der § 21 macht ihn verantwortlich auch in den Fällen, die nicht unter § 20 fallen, wo er nicht dort schon verantwortlich ist als Thäter, insbesondere für Fahrlässigkeit. Mit bis zu einem Jahre Gefängniß kann er bestraft werden für Fahrlässigkeit, wenn das betreffende Blatt nicht die Anwendung der pflichtmäßigen Sorgfalt oder Umstände nachweisen kann, welche diese Anwendung unmöglich gemacht haben.

Also die Verantwortung der Presse ist heute eine sehr weitgehende. Wird die Verantwortung derjenigen, von denen eigentlich diese Irreleitung ausgeht, noch verschärft, so muß man sich wohl in Acht nehmen, daß nicht wieder etwa eine Verschärfung für die Presse darin liegt. Die Gefahr würde darin beruhen, daß die Presse nachher sich um so mehr in Acht nehmen müßte, und je mehr sie sich in Acht nimmt, desto weniger ist sie in der Lage, das Publikum mit Informationen zu versehen und aufzuklären. Die Presse ist nicht im Stande, Informationen über ein vorhandenes Unternehmen aus den Fingern zu saugen, sie muß sie sich von jemand Anderem geben lassen. Wenn das in der Weise geschieht, daß sie von einem Mitgliede der Verwaltung eine schriftliche Information bekommt, so wird sie meines Erachtens gut thun — wir thun das in jedem Falle —, dem Publikum zu sagen, das ist eine Information, die aus Verwaltungskreisen kommt, oder wenn es nicht von einen Mitgliede der Verwaltung kam, sondern, sagen wir, von einem Bankier, der der Verwaltung nahesteht, „aus Kreisen, die der Verwaltung nahestehen“. Wir setzen das hinzu nicht aus Furcht vor der Verantwortung — ich meine vor der juristischen Verantwortung —, sondern um dem

Publikum die Nachricht, die ihm gegeben wird, nach ihrem Ursprunge zu kennzeichnen, damit das Publikum den Werth der Mittheilungen nicht überschätze, sondern wisse, daß das eben aus den Interessentenkreisen kommt. Darüber hinaus kann die Presse aber meines Erachtens nicht gehen, und würde sie dann, wenn die Sache schief gegangen ist, also vielleicht erst nach Jahr und Tag, verantwortlich gemacht werden, weil sie einmal eine falsche Mittheilung gebracht hat, so wird sie wirklich nicht mehr in der Lage sein oder in den seltensten Fällen in der Lage sein, noch festzustellen, daß sie sie von dem und dem bekommen hat. Sehr oft kommen ja solche Informationen mündlich, sehr oft kommen sie schriftlich in solcher Weise, daß es nicht Werth hat, sie aufzubewahren. Also man kann der Presse nicht zumuthen, daß sie die volle Verantwortung dafür übernimmt, daß die Mittheilung zutreffend und wahr gewesen sei.

Vorsitzender: Sie glauben, daß die bestehenden Rechtsbestimmungen ausreichen?

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube, daß die bestehenden Rechtsbestimmungen, wie ich sie mir erweitert denke, wohl ausreichen werden unter einer Voraussetzung, die allerdings sehr schwer zu erfüllen ist. Ganz und absolut ausreichende gesetzliche Kautelen können unmöglich geschaffen werden. Wie es zwischen zwei Punkten nur eine gerade Linie giebt und unzählige krumme, so kann der Verstand des Rechtschaffenen wohl bestimmen, was die Gesetze wollten, und er kann auch, durch Erfahrung gewitzigt und durch seinen Verstand, herausfinden, daß krumme Wege, Schleichwege verschlossen werden müssen. Allein er kann unmöglich mit dem Schwindel konkurriren und alle möglichen Schleichwege im Voraus verschließen. Da kommt es also auf die praktische Handhabung der gesetzlichen Schutzbestimmungen an, und das scheint mir unter allen Umständen das Entscheidende.

Die Aufgabe, die Strafbestimmungen zu verfolgen, liegt dem Staatsanwalt ob. Sie werden aber wohl Alle im praktischen Leben die Erfahrung gemacht haben, daß die Staatsanwälte eine gewisse Scheu davor haben, derartige finanzielle Sünden aufzugreifen, und eine Scheu, die man ihnen nicht einmal übel nehmen kann. Das hängt zusammen mit der ganzen Art der Ausbildung unserer Juristen. Der Staatsanwalt kennt diese Sachen nicht von Grund aus und kann sie nicht kennen. Er hat deshalb vielleicht sogar mehr Scheu, als gerade nöthig wäre; eben weil er sich unsicher fühlt, begiebt er sich ungern auf dieses Gebiet.

Der Fall, der heute schon erwähnt worden ist — ich nenne ihn deshalb auch — der Fall Polke hat ja für den Staatsanwalt in einer sehr unangenehmen Weise geendet, und er hat mir Anlaß gegeben, darüber nachzudenken, wie kann man der Gefahr vorbeugen, daß die Erfahrung, die der Staatsanwalt gemacht hat, und die mit ihm gleichzeitig bei dieser Publizität, die der Prozeß gehabt hat, alle Staatsanwälte gemacht haben, schädlich wirke, insofern, daß sie die Staatsanwälte überall scheu und unsicher macht, sie zurückhält, Strafbares oder solches, was sie sonst für strafbar vermuthen könnten, eingehend zu verfolgen, und wenn ich mir gestatten darf, das auszuführen: es giebt wohl einen Weg, dem Staatsanwalt da zu helfen, und das ist eine Anregung, die ich auch schon in der Presse ausgesprochen habe: ob es nicht gut wäre, wenn die Staatsanwälte das Recht erhielten, für derartige finanzielle Sachen nicht nur von vornherein Sachverständige zuzuziehen — das können sie ja heute schon und thun es ja —, sondern die Handelsrichter als solche mit in Anspruch zu nehmen, und zwar deshalb: Sachverständige können sie nur für einzelne konkrete Punkte heranziehen, sie können ihnen nicht das ganze Material der Untersuchung vorlegen. Sie müssen also schon selbst sachkundig sein, um unterscheiden zu können: was ist von Werth und was muß gefragt werden. Würden

sie nun aber von vornherein berechtigt sein, die Handelsgerichte also auch die aus dem Geschäftsleben hervorgegangenen Handelsrichter, die ja Beamte und als solche auch zur vollständigen Diskretion verpflichtet sind, zur Führung der Untersuchung heranzuziehen, dann würden sie doch mehr als bisher geschützt sein gegen die Gefahr, etwas zur Anklage zu bringen, wo sie die Verurtheilung nachher nicht durchführen können aber wo die Anklage doch an sich nicht berechtigt ist — auch das ist ja ein großer Uebelstand — und auch andererseits nicht auf eine Anklage, auf eine Untersuchung zu verzichten da, wo sie am Platze wäre. Im Fall Polke hat der Staatsanwalt im letzten Augenblick Anträge gestellt, aus denen hervorging, daß er bedauerte, die Untersuchung nicht in einer ganz anderen Richtung geführt zu haben, als er sie geführt hat. War das ein Mißgriff — und ich glaube, er hat nicht ganz Unrecht darin —, so würde er gegen diesen Mißgriff sich doch leichter haben schützen können, wenn er vorher Sachverständige, wie die Handelsrichter, zuziehen konnte, denen er volles Vertrauen zu schenken und er Alles, was überhaupt zu seiner Kenntniß gelangte, mitzutheilen in der Lage war.

Vorsitzender: Das wäre ja eine starke Aenderung der Gerichtsverfassung. Die Kammern für Handelssachen sind heute lediglich Zivilgerichte. Sie würden also vorschlagen, die Handelsrichter zur Führung der Voruntersuchung zuzuziehen.

Sachv. **Kahnstädt:** Ich glaube nicht, daß man so weit gehen müßte. Der Staatsanwalt ist ja heute schon in der Lage, den ersten besten Handelsrichter, der ihm geeignet erscheint, als Sachverständigen zu laden. Also ich weiß nicht, an welchem Punkte der Gerichtsverfassung eingegriffen werden muß, oder ob nicht vielleicht schon eine Verordnung genügen würde, ihn zu berechtigen, daß er, indem er einen Handelsrichter als Sachverständigen hinzuzieht, denselben auch von vornherein gleich in den Gang der Untersuchung einweiht, also in weitergehendem Maße, als es heute bei Sachverständigen für zulässig gilt.

Vorsitzender: Ja, das wäre zulässig; als Sachverständige kann er sie benennen, und das Gericht würde sie dann wohl vernehmen.

Sachv. **Kahnstädt:** Das würde nicht genügen. Das wäre das heutige Verfahren.

Vorsitzender: Sie meinen als eine Art Instruktionsrichter?

Sachv. **Kahnstädt:** Nein, ich meine nur die Mitwirkung für die Untersuchung, in welcher der Staatsanwalt selbstverständlich die Führung behält.

Vorsitzender: Der Staatsanwalt hat die Voruntersuchung gar nicht zu führen. Entweder führt der Untersuchungsrichter die eigentliche Voruntersuchung oder der Staatsanwalt regt die Vernehmung einzelner Zeugen und Sachverständigen im Vorverfahren beim Amtsgericht an. Das letztere beruht immer auf spezieller Initiative des Staatsanwalts, der natürlich auch Handelsrichter als Sachverständige benennen kann, indem er ihre Vernehmung beim Amtsgericht beantragt.

Sachv. **Kahnstädt:** Gut, dann meine ich, daß der Untersuchungsrichter die heranziehen kann. Auch der Untersuchungsrichter wird in derselben Lage sein wie der Staatsanwalt.

Vorsitzender: Aber in welcher Eigenschaft sollen die Handelsrichter nach Ihrer Meinung zugezogen werden?

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Der Herr Sachverständige meinte wohl etwas Anderes. Sie (zum Sachverständigen) denken sich einen technischen Beistand

(Zuruf: Beirath!).

lediglich für den Staatsanwalt, ihm attachirt, bei dem er sich für bestimmte Dinge Raths erholen kann. Aber, wo sollte das Material herkommen? Ich glaube kaum, daß unsere Handelsrichter davon sehr erbaut sein würden.

Sachv. **Kohnstädt:** Ja, sehr gern würden sie es nicht übernehmen, aber da sie doch heute schon sehr aufopferungsfähig sich zeigen, so würden sie in solchen Fällen — das sind ja nur vereinzelte Fälle — — —

Vorsitzender (einfallend): Sie denken sich den Handelsrichter als sachverständigen Kriminalbeirath für gewisse Fälle?

Sachv. **Kohnstädt:** Für die Fälle, wo der Untersuchungsrichter oder der Staatsanwalt nicht absolut klar sieht, soll er berechtigt sein, Sachverständige in diesem weitergehenden Sinne zu verwerthen.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Möchte nicht der Untersuchungsrichter jetzt schon berechtigt sein, einen Handelsrichter, den er als Sachverständigen vernehmen will, dadurch zu informiren, daß er ihm die Akten zur Verfügung stellt, um ihn also gewissermaßen als seinen Beirath zu benutzen? Dazu würde es wohl gar keiner Aenderung der Gesetzgebung bedürfen, sondern nur vielleicht einer Empfehlung an die Untersuchungsrichter und die Staatsanwälte, sie sollten doch in solchen Fällen, von denen sie nichts verstehen, sich erst an sachverständige Leute wenden und mit denen die Sache besprechen. Mir ist z. B. von einem unserer Sachverständigen mitgetheilt, der speziell über den Fall Polke gesprochen hat, er hätte — nicht dem Direktor, der später Vorsitzender war, sondern dem, von dem er annahm, daß er Vorsitzender werden würde, gesagt: beschränken Sie die Anklage auf fünf Fälle, dann haben Sie Erfolg; sobald Sie aber 30 Fälle nehmen, fallen Sie damit ab. Also in kaufmännischen und sachverständigen Kreisen ist die Sache ganz anders beurtheilt worden, und wenn nun jener Herr als Sachverständiger vernommen worden wäre, hätte er ganz zweifellos dem Richter sagen können: ja, nach meiner Auffassung der ganzen Verhältnisse sind die und die Fälle ungeeignet zur weiteren Verfolgung, anknüpfen läßt sich nur da und da. Diese Mitwirkung sachverständigen Rathes könnte sich also jetzt schon der Untersuchungsrichter und der Staatsanwalt verschaffen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Das wäre doch nicht gut möglich. Sie würden das Aeltestenkollegium um Auskunft bitten über den und den Fall, aber daß man sich Jemanden offiziell zuzieht, der einem eigentlich sagt, wie man eine Untersuchung führen soll, würde doch wohl nach dem heutigen Rechtszustand unmöglich sein. Es kann für einzelne technische Fragen geschehen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich will thatsächlich mittheilen, daß uns in einem Falle ein Untersuchungsrichter die Akten einer noch nicht zu Ende geführten Voruntersuchung, in der unter Anderem der Angeklagte noch nicht einmal gehört war, zuschickte mit dem Wunsche, wir möchten doch einmal sagen, ob und in wie vielen Fällen er hier den Antrag auf Betrug stellen könnte.

(Heiterkeit.)

Ich kann nur sagen, daß, als ich dem Chef der preußischen Justizverwaltung diesen Fall mittheilte, allerdings ohne Nennung des Namens, der dazu sehr erheblich mit dem Kopfe schüttelte, daß der betreffende Untersuchungsrichter doch nicht geglaubt hatte, dies Amt, das ihm der Staat übertragen hatte, selbst führen zu können, und es nun eigentlich auf einen Anderen abgeladen hatte.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es giebt ja solche Fälle, wo auch der Zivilrichter mit anderen Worten sagt: Liebes

Kollegium, sei doch so gut und mache mir in dieser komplizirten Sache das Urtheil. Das kommt auch verschiedentlich vor, es ist auch kein Unglück, wenn es einmal geschieht, aber ich meine, als dauernde Institution würde es nicht gehen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Hier handelte es sich allerdings um das, was der Herr Sachverständige anregte. Es war wirklich eigentlich so, daß man sich sagen mußte: nun, jetzt soll sich das Aeltestenkollegium einmal auf den Stuhl des Untersuchungsrichters setzen und die Sache zu Ende führen. Es ist allerdings darum sehr eigenthümlich, weil der Angeschuldigte überhaupt noch nicht gehört war.

Vorsitzender: Kürzlich schwebte hier ein Kriminalfall bei der Staatsanwaltschaft, der aus dem Lombardverkehr der Reichsbank hervorgegangen war. Da hat der Untersuchungsrichter mit meiner Erlaubniß einen Hilfsarbeiter des Reichsbankdirektoriums und zwei Beamte als Sachverständige vernommen, um erst ein klares Bild von dem ganzen Verkehr zu erhalten und daraus ein Urtheil zu gewinnen. Das thut also der vernünftige Untersuchungsrichter schon jetzt. Ich glaube nicht, daß die Gesetzgebung zu dem Zweck angerufen werden müßte.

Sachv. **Cohnstädt:** Nach dem, was Herr Geheimrath Gamp ausführte, wäre es gar nicht erforderlich. Es könnte schon heute geschehen. Nach dem Beispiel, was Herr Geheimrath Frentzel eben erzählt hat, ist es allerdings in weitgehendem Maße in einem Falle, der freilich Ausnahme sein soll, geschehen. Nach den Worten des Herrn Senatspräsidenten Wiener scheint es mir nicht zulässig zu sein.

(Senatspräsident Dr. Wiener: Höchstens über einzelne technische Fragen!)

Das meine ich, daß über einzelne technische Fragen der Untersuchungsrichter oder der Staatsanwalt heute schon Sachverständige zuzieht und sich doch da auch genügend informirt, weil er dazu nicht Sachkenntniß genug haben kann, um richtig fragen zu können.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Es ist freilich sehr wohl denkbar, daß man sich scheut, behufs eigener Aufklärung Fragen in der öffentlichen Verhandlung zu richten, weil sie sofort Gegenstand der Diskussion werden, und dann gesagt wird, Herr Gott, der versteht von der Sache nichts. Also Sie (zum Sachverständigen) meinen einen intimen Beirath,

(Sachv. Cohnstädt: Einen intimen Beirath, dem man rückhaltlos alles zeigen darf!)

dem man das Material zeigt.

(Sachv. Cohnstädt: Ich dachte an die Handelsrichter!)

Würden Sie an die Bücherrevisoren denken?

Sachv. **Cohnstädt:** Oh nein. Darum habe ich mir erlaubt, von den Handelsrichtern zu sprechen. Die halte ich allerdings für einen geeigneten Beirath, besonders deshalb, weil sie als Beamte zugleich verpflichtet und vereidigt sind.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dann würde es eines Gesetzes bedürfen. Ich fürchte aber, daß aus der Zahl der Handelsrichter die besten Elemente sich entfernen würden, wenn sie zugleich die Aufgabe übernehmen sollten, neben dem Staatsanwalt in einer Untersuchung zu stehen und ihn privatim derart zu informiren, daß er Anträgen des Vertheidigers oder des Angeklagten entgegnen kann. Es ist ja möglich.

Sachv. **Cohnstädt:** Es handelt sich ja nur um die Voruntersuchung.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Nein, es handelt sich nicht um die Voruntersuchung. Da werden sie ja vernommen. Die Hauptsache ist, daß der Staatsanwalt den Einwürfen in der

Audienz nicht gewachsen ist, weil er diesen Verkehr nicht kennt und nicht geeignete Anträge stellen kann.

Vorsitzender: Er kann sich ja auch Sachverständige zur Hauptverhandlung laden.

Sachv. **Cohnstädt:** Das kann er ohnehin, und er kann sich diesen dafür auswählen und das würde er ja wohl auch thun.

Vorsitzender: Nun, diese Anregung genügt wohl.
Wollen Sie noch etwas sagen über die Verbreitung falscher Gerüchte. Es ist nicht bloß gemeint, bewußt falsche Gerüchte, sondern auch bloß fahrlässige.

Sachv. **Cohnstädt:** Die bloß fahrlässige Verbreitung falscher Gerüchte ist in einem Falle an der Berliner Börse bereits bestraft worden, und zwar in einem Falle, der nicht einmal zu den besonders schweren gehörte. Wenn diese Bestrafung nicht häufiger eintritt, nicht so häufig, wie wahrscheinlich falsche Gerüchte verbreitet worden sind, so liegt das eben wohl darin, daß es außerordentlich schwer ist, festzustellen, daß und von wem falsche Gerüchte verbreitet worden sind. Ich setze in der That voraus, daß, wie ich es von den Staatsanwälten hoffe und wünsche, dann auch die Börsenvorstände in ihrem Gebiete mit der größten Energie und Rücksichtslosigkeit derartigen Sachen entgegentreten, und wenn, wie das schon vorher angeregt worden ist, den Börsenvorständen in ihrer Eigenschaft als Ehrengericht auch wegen der Zulassung und Ausschließung eine weiter reichende Befugniß gegeben wird als heute, also auch Zeugen zu vernehmen, so würde es auch leichter sein als bisher, die Verbreitung von falschen Gerüchten zu treffen, und ich glaube, daß die Disziplinarstrafe, die heute schon den Börsenvorständen zusteht, in der Regel eine ausreichende sein wird, allerdings nicht ausreichend sein wird in betrügerischen Fällen, die ja aber doch durch den Artikel 249 d, wenn er verändert ist, ausreichend getroffen würden.

Vorsitzender: Herr Christians, wollen Sie sich zu Frage 18 aussprechen.

Sachv. **Christians:** Ja, wir haben schon gestern bei der Frage 7 über diese Verführung, das Reklamewesen u. s. w. gesprochen, und ich habe dort die Ansicht geäußert, daß man dagegen einschreiten soll, wenn eine solche gewerbsmäßige Verführung nachzuweisen ist.

Vorsitzender: Das war der Punkt 7 e.

Sachv. **Christians:** Ja, ich finde, dieses Reklamewesen hängt unmittelbar damit zusammen — gewerbsmäßig, und zwar vor einem unbekanntem, vor einem anonymen Publikum.

Vorsitzender: 7 e setzt voraus, daß Jemand wirklich verleitet worden ist. Bei den Mitteln der Reklame kommt es darauf nicht an.

Sachv. **Christians:** Die gewerbsmäßige Verleitung zur Spekulation vor einem anonymen Publikum, also nicht von Person zu Person und an bestimmte Adressen, sondern durch die Zeitungen und Reklameinserate, würde auch hiermit zusammenfallen. Das ist ja nicht so genau zu formuliren, daß man sagen kann, so und so läßt es sich umschreiben, aber ich meine, eine gewisse diskretionäre Befugniß des Aeltestenkollegiums würde da genügen.

Vorsitzender: Des Börsenvorstandes?

Sachv. **Christians:** Ja, des Börsenvorstandes.

Vorsitzender: Derselbe soll die Entfernung der Zeitungen anordnen dürfen?

Sachv. **Christians:** Wenn der Börsenvorstand z. B. sieht, der Bankier so und so betreibt ein Bankgeschäft und zugleich eine Zeitung, und holt mit der Zeitung die Leute heran, dann hat er Grund genug, zu sagen: mach, daß du von der Börse wegkommst, und wenn du eine Zeitung schreiben willst, dann treibe nicht gleichzeitig ein Bankgeschäft; ich denke ebenfalls, eine solche Reklame, wie sie hier von Herrn Cohnstädt erwähnt worden ist, gehört ja auch dahin, wo Jemand, durch öffentliche Zeitungsinserate soliderweise unerfüllbare Versprechungen gemacht hat, wie es dieser Loewy ja auch gethan hat.

Dann falsche Gerüchte — da kann man heute schon einschreiten; aber man kann sie nicht fassen, was soll man also da machen? Ich glaube, mit schärferen Gesetzesparagraphen wird man ebenso wenig die Schuldigen aufzufinden vermögen wie heute. Die Gerüchte sind da, und es fragt sich, woher kommen sie; die Verbreiter sind doch schon so klug, daß sie sich niemals hinstellen und sagen: so und so, sondern vorsichtshalber fragt Einer den Andern: „Ist das so? Ich habe davon gehört. Ist das wahr oder nicht?" Ich glaube nicht, daß es irgendwie gelingen wird, dagegen jemals wirksame Strafmittel zu finden, weil der Thatbestand sich zu schwer ermitteln läßt.

Darin schließe ich mich vollständig Herrn Cohnstädt an, daß die Bestimmung des Artikels 249d im Handelsgesetzbuch auf alle Papiere ausgedehnt wird und dann auch auf den Fall des Verkaufs. Ob Ankauf oder Verkauf ist ja gleichgiltig.

Dann wollte ich mir noch erlauben, bezüglich der Zuziehung von Handelsrichtern bei Strafprozessen, wovon vorhin die Rede war, eine Bemerkung zu machen. In dem Falle Polke weiß ich, daß von Seiten der Staatsanwaltschaft ein Handelsrichter bei der Voruntersuchung zugezogen, wenigstens um seinen Rath gefragt worden ist — wie weit, das weiß ich nicht. Der betreffende Herr, der Handelsrichter, ist lange Jahre hindurch Mitdirektor eines allerersten hiesigen großen Bankinstituts gewesen, also in Börsendingen erfahren, und er hatte dort speziell das Dezernat der Börse, ein Mann, der, wie ich glaube, auch dem Aeltestenkollegium angehört.

Vorsitzender: Wer war es? Herr Hecker?

Sachv. **Christians:** Ja.

Vorsitzender: Herr Hecker ist wohl nicht Handelsrichter?

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Nein.

Sachv. **Christians:** Es ist damals gesagt worden.

Vorsitzender: Aber es war doch immer ein sachverständiger Mann.

Sachv. **Christians:** Ich meine aber, das hat dem Staatsanwalt nichts genützt. Ich finde vielmehr, die Kommission sollte nach einer anderen Richtung eine Anregung geben. In großen Städten wie hier z. B., wo es eine große Menge Staatsanwälte giebt, ist die Einrichtung so, daß die Beschuldigten den Staatsanwälten nach dem Alphabet zugewiesen werden, und jeder Staatsanwalt hat seine Buchstaben. Ja, warum theilt man das nicht nach Materien ein?

Vorsitzender: Das ist früher der Fall gewesen, ich kenne ja die Verhältnisse auch, und da wurden die Staatsanwälte so einseitig, so abgebraucht, daß man diese Methode verließ. Einer hatte Jahre lang nichts als die kleinen Diebstähle, ein Anderer hatte nur Betrugsfälle und dergleichen

(Heiterkeit),

und deshalb ist man zu dem jetzigen System übergegangen. Das hat natürlich auch seine Schattenseiten.

Sachv. **Christians:** Ich habe das nur anregen wollen. Im Uebrigen wüßte ich in dieser Sache nichts weiter zu bemerken.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich möchte den Herrn Sachverständigen fragen, ob es nicht angängig und zweckmäßig wäre, die öffentliche Aufforderung in der Presse entweder zu Geschäften mit beschränktem Risiko oder zu Termingeschäften überhaupt zu verbieten. Sie sagen ja selbst, Sie wollen die Reklame hindern, soweit es sich um eine Verleitung des großen Publikums in der Oeffentlichkeit handelt, und der Herr Vertreter aus Frankfurt führt ja auch aus, daß er es als Pflicht der anständigen Presse ansähe, wenn sie zur Ueberzeugung käme, daß es ein unlauterer Geschäftsbetrieb ist, derartige Annoncen aufzunehmen. Nun wird man bei allen diesen Aufforderungen zu Geschäften mit beschränktem Risiko eigentlich der Ansicht sein müssen, daß es sich da um eine Verleitung des großen Publikums zur Spekulation handelt, deren Effekt man im Einzelnen nicht zu übersehen vermag, die aber jedenfalls für weite Kreise erhebliche Nachtheile hat. Würde es nun zu weit führen und welche Bedenken würden dem entgegenstehen, überhaupt derartige Inserate zu untersagen?

Sachv. **Christians:** Ich finde keine Bedenken dagegen, denn wer solche Geschäfte machen will, wer aus sich selbst heraus die Absicht hat, Spekulationsgeschäfte an der Börse zu machen, kennt den Weg zur Börse ohnedies;

(Geheimer Ober-Regierungsrath Gamp: Gewiß!)

er mag ja seine Visitenkarte in der Zeitung abdrucken lassen, sich als Bankier empfehlen und auch seine Bedingungen bekannt machen, aber ich finde gar nichts dagegen einzuwenden, wenn man es einfach untersagt, speziell zu diesen reinen Spielgeschäften aufzufordern, die für das Publikum draußen nur Spielgeschäfte sind. Der gute Bankier thut es ohnehin nicht.

Vorsitzender: Würden Sie aber nicht fürchten, daß man dann einfach die Aufforderung zu Spekulationen — ob mit beschränktem oder unbeschränktem Risiko, das würde ja am Ende gleich sein — vermeidet und nur zu Börsengeschäften sich erbietet? Das würde man nicht hindern können.

Sachv. **Christians:** Das wird man nicht hindern können.

Varsitzender: Das Publikum weiß dann aber doch, worum es sich handelt.

Sachv. **Christians:** Das weiß es auch ohnehin. Aber so weit wird man nicht gehen dürfen, daß man dem einzelnen Bankier überhaupt den Weg verlegt, sich dem Publikum zu insinuiren.

Sachv. **Cohnstädt:** Darf ich mir dazu ein Wort erlauben? Um keine Zweifel aufkommen zu lassen, möchte ich bemerken, daß ich die Frage des Herrn Geheimrath Gamp allerdings verneinen muß, aus den Gesichtspunkten, die ich gestern dargelegt habe, daß ich nämlich das Prämiengeschäft nicht für das unsolidere halte, daß ich glaube, daß auch selbst, wenn man den Terminhandel ganz verbieten würde, woran man wohl schwerlich denken wird, ganz dasselbe Börsenspiel im komptanten Verkehr möglich ist, wie im Zeithandel. Ich erinnere nur an das eine, weil ich gestern nicht darüber gesprochen habe, daß eine Zeit lang thatsächlich gerade in dieser Epoche der Ueberspekulation Spekulationen gemacht worden sind, die eigentlich keine Komptant-Spekulationen waren und doch die Form des komptanten Verkehrs angenommen haben. Man kaufte für diejenigen, die in irgend einer Aktie spekuliren wollten, diese Aktie scheinbar per comptant. Sie hatten aber nicht das Geld, es zu bezahlen, sie blieben es also schuldig in irgend welcher Form. Eine Zeit lang wurde es in der Form gemacht, daß man Akzepte unterschreiben ließ und dann wieder Geld daraus machte. Das ist nichts Anderes als Zeithandel trotz der Form des komptanten Verkehrs, und ganz gewiß theile ich die Bedenken des Herrn Präsidenten, daß es gar nicht angehen würde, dies in jeder Form unmöglich zu machen.

Soll ich verbieten, die Worte „beschränktes Risiko" zu brauchen? Ja, ist eine Beschränkung des Risikos etwas, was verächtlich, was tadelnswerth ist? Gewiß nicht! Soll ich verbieten, zur Spekulation anzuregen? Ja, wenn es nur in der Form geschieht: ich bin bereit, Ordres per comptant und auf Zeit entgegenzunehmen, so sehe ich darin nichts Unlauteres und nichts, was verfolgt werden kann. An und für sich würde es ja, wie auch der Herr Präsident ganz richtig andeutete, genügen, wenn man seine Firma angiebt und sich zu Geschäftsvermittlungen empfiehlt, daß der Betreffende vielleicht auf eine „wissenschaftliche" Arbeit, die er herausgegeben hat, verweist, und da steht dann nachher Alles darin. Wir haben es ja Alle mit dem beschränkten Risiko erlebt, daß da immer auf Broschüren verwiesen wird.

(Zuruf: Jean Fränkel!)

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich glaube, der Richter muß sich ja schließlich auch mit anderen Dingen abfinden, und wenn es sich um solche Fälle handelt, die hier das Einprozentsystem genannt werden, so sind das ja auch Geschäfte mit beschränktem Risiko. — Im Uebrigen bin ich ganz derselben Ansicht. Aber wenn nun ein Verbot des Anzeigens von Spekulationsgeschäften erlassen würde, so glaube ich, würde sich doch bald eine allgemeine Praxis herausgebildet haben, die dem Richter einen zuverlässigen Anhalt für die Feststellung des strafbaren Thatbestandes bietet. Wenn z. B. zum Spiel von ganz besonderen Papieren gerathen wird, weil diese steigerungsfähig seien, so muß sich doch jeder verständige Mensch sagen: ja, wenn wirklich die Kohlenaktien steigen müßten, würde doch jeder Bankier so klug sein, sie nicht Anderen zu empfehlen, sondern er würde sie selbst kaufen. Dieser Thatbestand der Aufforderung zum Spielgeschäft würde sich wahrscheinlich sehr bald durch die Judikatur feststellen lassen, und es fragt sich, ob wirklich eine Einschränkung des legitimen Geschäftsverkehrs zu befürchten sei, wenn die Gesetzgebung eine solche Anlockung zum Börsenspiel ahnden möchte.

Vorsitzender (zum Sachverständigen Christians): Sie halten es doch für nützlich?

Sachv. **Christians:** Ich halte es für nützlich, das so weit wie möglich einzuschränken. Ich sage mir, die guten Bankhäuser, die großen Institute thun so etwas nie, sie verleiten das Publikum nie. Bei diesen Inseraten: kauft das und das, das wird steigen, trifft es ja auch sehr häufig zu, daß die Sachen dann wirklich steigen, denn das Publikum stürzt sich darauf, und dadurch steigen sie; aber zuletzt bleiben immer welche hängen, und die verlieren dann dabei. Ich sehe nicht ein, weshalb man gegen eine derartige öffentliche Aufwieglung nicht vorgehen könnte und ebenso gegen solche Dinge, wie sie Hugo Loewy und Andere betrieben, indem er sagte, ich führe alle Ordres aus, also auf Zeit und per Kasso, gegen nur 5 Prozent oder 2 Prozent Einschuß und beleihe alle Werthpapiere zum vollen Kurswerth. Ja, wenn man solche Anerbietungen, die für einen soliden Geschäftsmann völlig unerfüllbar sind, in den Zeitungen macht, so sehe ich nicht ein, weshalb man das nicht beschränken sollte.

Vorsitzender: Glauben Sie, daß dies durch die Polizei geschehen sollte?

Sachv. **Christians:** Das ist ja wieder eine andere Frage, wie man dem entgegenzutreten hätte. Die Polizei könnte da wohl nichts machen.

Vorsitzender: Durch ehrengerichtliches Verfahren?

Sachv. **Christians:** Ja, das würde ja so eine Sache sein.

Vorsitzender: Eine Geldbuße oder eine Polizeistrafe würden Sie nicht empfehlen?

Sachv. **Christians:** Verweisung von der Börse.

Vorsitzender: Das wäre ein ehrengerichtliches Strafmittel.

Sachv. **Christians:** Schön, das thut nichts.

Vorsitzender: Das würden Sie für wirksamer halten?

Sachv. **Christians:** Gewiß, eine Geldstrafe würde nichts nützen. Wie hoch sollte man die nehmen?

Vorsitzender: Sie wollen aber auch anonyme Reklamen treffen.

Sachv. **Christians:** Das könnte man ja von den Zeitungen erfahren. Die müssen es wissen, von wem sie es haben.

Vorsitzender: Man könnte auch solche Zeitungen, die das fortgesetzt thun, dadurch strafen, daß man deren Vertreter von der Börse ausschließt.

Sachv. **Christians:** Ja, auch das. Schließlich sind das auch immer dieselben Blätter. Die Blätter, die überhaupt wirken im breiten Publikum, müssen auch zum Inseriren gewählt werden, das ist ganz selbstverständlich. Es sind im Großen und Ganzen immer dieselben. Ich finde aber, wenn da gewissermaßen eine Regel draus gemacht wird: kauft Harpener, kauft das und das, so ist das für den verständigen Menschen unschädlich, aber der Verständige soll überhaupt nicht geschützt werden, der braucht keinen Schutz, der weiß sich selber zu schützen; es handelt sich hier um dasjenige Publikum, das überhaupt der Verführung zugänglich ist, und dieses Publikum fällt gerade solchen Inseraten zum Opfer.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ja, ich glaube, dem Gedanken an und für sich kann man gar nicht entgegen sein. Aber für uns handelt es sich doch auch immer wieder um die Frage: wie ist er denn ins Leben zu bringen, und wenn man sieht, welche verschiedenen Formen auf anderen Gebieten die Reklame annimmt, so fürchte ich, daß man damit gar nichts erreicht. Denken Sie einmal nicht an die Reklame für Börsenwerthe, sondern denken Sie an die Reklamen für Bäder, für — — —

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp** (einfallend): Für Arzneimittel haben wir das doch; gegen schädliche Arzneimittel wird oft genug von Seiten der Polizei eingeschritten.

Vorsitzender: Auch gegen das Anpreisen auswärtiger Lotterien giebt es Strafen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Wie häufig erzählt einer das Faktum: in meine Kollekte ist schon dreimal das große Loos gefallen. Ja, das ist vielleicht eine Thatsache, die keinen Betrug enthält, die aber doch eine Anpreisung ist. Es giebt ja eine Menge selbst großer Zeitungen, die halb Annonze, halb Reklame schreiben, daß bei dem und dem eine ganz besonders schöne Waare sei, in dem und dem Handschuhladen herrliche Handschuh; es wird in der Art des Feuilletons gemacht. Mir ist früher einmal erzählt worden, daß Charles Dickens eine große Summe von einem Pillenfabrikanten bekommen sollte, um an einer Stelle seines Romans die Pillen nur zu nennen, gar nicht zu empfehlen. Darum habe ich an den Herrn Sachverständigen die Frage zu richten, wie man hier eine Grenze ziehen will, wie das zu machen ist?

Sachv. **Christians:** Das läßt sich meiner Ueberzeugung nach generell nicht sagen. Sehen Sie, Herr Geheimrath, in dem Fall Loewy werden Sie mir zugeben müssen, daß, wenn das Börsenkommissariat oder das Aeltestenkollegium oder das Ehrengericht oder irgend welche Börsenbehörde auf den Geschäftsbetrieb, den Hugo Loewy jahrelang betrieben hat, ein Auge gehabt hätte, auch nur, soweit er öffentlich hervorgetreten

ist, so wäre Grund genug gewesen, dagegen einzuschreiten. Ich weiß z. B., daß die gute Geschäftswelt längst empört war über das Treiben von Loewy.

Vorsitzender: Er ging aber doch täglich zur Börse.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Wir haben uns die größte Mühe gegeben, den Mann nicht an die Börse zu lassen; wir konnten es nicht verhindern. Das kann ich hier ausplaudern.

Graf **von Arnim:** Ich gebe vollkommen zu, daß die Grenzen einer unreellen, eventuell strafbaren Reklame schwer zu ziehen sind, aber trotz der Schwierigkeit der Aufgabe sollten wir nicht davor zurückschrecken, einer derartigen Reklame, wenn es möglich ist, die Flügel zu beschneiden. Das kann nicht zweifelhaft sein, daß, wie Herr Geheimrath Frentzel anführte, eine berechtigte Reklame existirt. Daß aber auch eine unberechtigte existirt, beweisen zahlreiche Fälle. Ich will z. B. einen Fall anführen, wo gesagt wird: „Mit einem geringen Betrage von 50 Mark hat Jedermann die Möglichkeit, unter völliger Sicherstellung jährlich gegen 35 000 Mark bei mir verdienen zu können. Im allerungünstigsten Fall muß jedoch jeder Betheiligte 24 Mark zirka sicher erhalten. Die Betheiligungsbedingungen werden auf Verlangen an Jedermann unentgeltlich zugesandt. J... W...., Bankgeschäft in München." Ich hatte bisher geglaubt, daß die Bayern sich durch besondere Solidität auszeichnen; aber es scheint auch dort Ausnahmen zu geben.

Ich möchte daran eine andere Frage knüpfen, aus der hervorgehen dürfte, wie divergirend die Ansichten der Mitglieder eines einzusetzenden Ehrengerichts sein dürften. Glaubt der Herr Sachverständige, daß es dem Gebahren eines ehrenhaften Bankiers widerspricht, daß er in seinem Schaufenster, wie hier in Berlin häufig der Fall ist, die Börsenkurse, besonders die Kurse der Spielpapiere notirt und dazu bemerkt: „jederzeit führe ich Differenzgeschäfte aus. — Telephon zur Börse." Sogar in Arbeitervierteln giebt es Bankiers, die derartige Schilder aushängen. Es wäre mir interessant — ich will keine Stellung dazu nehmen — zu hören, wie Sie dazu stehen, ob Sie glauben, daß das eine erlaubte oder unerlaubte Reklame ist.

Sachv. **Christians:** Ich finde nichts Ehrenrühriges und nichts zu Verbietendes darin. Es ist lediglich eine Information, welche für Alle und Jeden öffentlich gegeben ist. Soweit es dabei bleibt, finde ich nichts Bedenkliches darin. Es ist für Manchen bequem, wenn er im Vorbeigehen sehen kann, wie die Kurse stehen, aber ich muß auch sagen, Sie werden das gewöhnlich nur bei untergeordneten Bankiers finden.

(Senatspräsident Dr. **Wiener:** Auch bei großen Bankiers.)

Allerdings zuweilen; aber meines Wissens nur bei der Nationalbank für Deutschland.

(Zuruf: Bei der Deutschen Bank?)

Sachv. **Christians:** Die hängt keine Kurse hinaus, da ist eine geschlossene Halle. — Ich verkehre zuweilen selber da, man muß erst drin sein, in dem Kassenraum, da sind die Kurse angeschlagen.

Vorsitzender: Aber in dem Anschlagen draußen am Fenster liegt immerhin eine gewisse Aufforderung zum Spiel, welche die Gesetzgebung vielleicht verbieten könnte?

Sachv. **Christians:** Der kleine Mann, der Geld zum Spiel nicht hat, kann doch kaum, wenn er das sieht, darin einen Anreiz sehen. Da dürfte man schließlich auch nicht Equipage fahren, das könnte auch eine Anreizung sein für den kleinen Mann. So weit möchte ich nicht gehen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich kann mir auch nicht recht vorstellen, wie man die Reklame im Inseratentheil einer Zeitung beschränken soll. Würde man die Aufforderung zum Spiel durch Inserate in der Zeitung verbieten und vielleicht die Strafe darauf setzen, daß der Redakteur der Zeitung von der Börse ausgeschlossen wird, so würde man in diesem Falle stets den Unschuldigen treffen, denn der Redakteur, der den Handelstheil unter sich hat, kommt nicht in die Lage, bei der Annahme eines Inserats seine Entscheidung abzugeben. Häufig wird er nicht einmal darüber gefragt, ob es passend, zweckmäßig, erlaubt ist, eine solche Anzeige aufzunehmen. Das Inseratenwesen ist bei allen Zeitungen vom redaktionellen Theil vollständig getrennt. Nur wenn die Expedition im Zweifel über die Aufnahme eines Inserats ist, ob es sich mit den bestehenden Gesetzen verträgt, so hat sie natürlich die Pflicht, den verantwortlichen Redakteur selbst darum zu befragen und dessen Genehmigung einzuholen. Würde man nun die Aufforderung zum Spiel im Inseratentheil einer Zeitung verbieten, so würde sich für den betreffenden Chefredakteur, der nur selten auch Börsenvertreter ist, die Frage ergeben: in welchem Worte liegt die Aufforderung? ist es eine stumme Aufforderung oder ist es eine direkte Aufforderung? Er würde erst, nachdem er verschiedene Male Prozesse zu bestehen gehabt, ein einigermaßen sicheres Urtheil darüber haben, in welcher Form er Bankierinserate aufnehmen darf, in welcher nicht. Dann wäre aber auch schon das Mittel gefunden, um das Verbot zu umgehen: die Bankiers, die daraus ein Geschäft machen, das Publikum zum Differenzspiel heranzuziehen, werden es ebenso machen wie die Fabrikanten von Geheimmitteln, sie werden der Annonce eine ganz unverfängliche Gestalt geben und doch dasselbe damit erreichen, als wenn sie direkt zum Spiele aufforderten.

Von Wichtigkeit scheint es mir zu sein, in Betracht zu ziehen, ob nicht durch das Ehrengericht darauf hinzuwirken ist, daß vielmehr im redaktionellen Theil der Zeitungen die Reklame unterbleibt. Auch hier wird die Aufforderung und Irreleitung des Publikums nicht sehr selten Formen haben, welche man juristisch als strafbar fassen konnte. Wollte man nur verbieten, ehrengerichtlich, daß ein Bankier selbst eine Zeitung herausgiebt und in dieser Zeitung zum Kauf und Verkauf auffordert, so trifft man diejenigen Zeitungen nicht, die dasselbe für große Banken besorgen und deren Verbindung mit den Banken geheim bleibt. Es giebt ja einzelne Zeitungen, von denen es ein öffentliches Geheimniß ist, daß sie direkt abhängig sind von einzelnen Banken, einem Bankkonsortium oder von einer aus Banken bestehenden Aktiengesellschaft. Diese Zeitungen sind aber sehr häufig nicht bloß Börsenblätter, sondern haben noch einen politischen Theil, der einer bestimmten Partei gehört. Wie will man diese Verführung beschränken, die weit schädlicher wirkt, weil die gekennzeichneten Blätter einen größeren Leserkreis haben als die kleinen Börsenblättchen und Börsenzirkulare, die von einzelnen Firmen niederen Ranges herausgegeben werden oder sich denselben verkaufen? Meiner Meinung nach liegt das Bedenkliche der Verbindung zwischen Börse und Presse gerade bei den großen Blättern. Ich weiß nicht, wie weit ich mich darüber auslassen kann. Ich habe nicht die Absicht, mich in den Mittelpunkt eines Skandalprozesses zu stellen auf Grund von Aussagen, die ich hier mache. Aber, wenn es der Kommission erwünscht ist, werde ich gerne meine Erfahrungen darüber mittheilen, soweit sie nicht einzelne Persönlichkeiten und Blätter betreffen.

Vorsitzender: Wenn Sie hier vor der Kommission von ihren Erfahrungen Mittheilung machen, so brauchen Sie das nicht zu fürchten.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Es würde wohl vollständig ausgeschlossen sein bei einer amtlichen Enquete, die vom Reichskanzler eingesetzt ist, daß gegen die Aussagen der Sachverständigen vorgegangen werden könnte. Sie haben das

Recht, die Aussage abzulehnen und zu sagen: ich will nicht hierauf antworten. Aber wenn Sie Ihre Erfahrungen in den Dienst der allgemeinen Interessen stellen, dann sind Sie nicht bloß berechtigt, sondern auch verpflichtet, das Material, das zu der Beurtheilung der Sache nothwendig ist, klarzulegen. Ich kann mir nicht denken, daß sich daraus irgend welche unangenehme Folgen für irgend einen der Herren Sachverständigen ergeben könnten.

Vorsitzender: Ich kann das nur unterstützen. Es würde Ihnen auch der bekannte § 193 des Strafgesetzbuchs zur Seite stehen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich fürchte mich nicht davor, verklagt zu werden, sondern nur davor, die in meiner Hand befindlichen Beweise vor Gericht vorlegen zu müssen, um nicht verurtheilt zu werden.

Vorsitzender: Wenn Sie Bedenken haben, daß bestimmte Dinge in den stenographischen Bericht aufgenommen werden, so könnte ja dem Wunsche Rechnung getragen werden.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich bin vor etwa drei Jahren an die Börse gekommen als Vertreter des Reichsboten; sehr bald bekam ich ein eingeschriebenes Kuvert geschickt mit einigen hundert Mark und der Visitenkarte eines Bankiers. Darauf stand: Anbei Ihre Betheiligung an der und der Emission.

(Heiterkeit.)

Ich schickte Geld und Visitenkarte sofort zurück. Ich erkundigte mich unter Kollegen, wessen Fürsorge ich es zu verdanken hätte, daß der Bankier meine Adresse erfahren habe; da sagte mir Einer: Das konnte der dumme Mensch auch wissen, daß Sie das Geld so nicht annehmen würden. Es konnte ja Jemand dabei sein, während Sie das Kuvert öffneten. So muß es nicht gemacht werden.

(Heiterkeit.)

Ich will ihm sagen, daß er Ihnen ein Konto eröffnen und Ihnen mittheilen soll, daß er Ihnen so und so viel Aktien zugetheilt hat. Ich sagte: „Bitte, lassen Sie das, der Fall ist erledigt". Diese Auskunft klärte mich darüber auf, unter welchen Vorsichtsmaßregeln die sogenannten Preßbetheiligungen an den Mann gebracht zu werden pflegen. Um nicht als Denunziant zu erscheinen, sah ich im Einverständniß mit meinem Chefredakteur von einer Veröffentlichung des bestimmten Falles ab. Das war nun kein großer Bankier. Später kam aber kaum eine größere Emission vor, ohne daß nicht der eine oder der andere von meinen Kollegen zu mir gekommen wäre und mir gesagt hätte: „Haben Sie schon die Betheiligung an der und der Emission? — In diesen Tagen giebt die und die Bank ihre Halbjahrsgratifikationen an die Presse aus, — Sie stehen doch auch auf der Liste?" — „Nein, ich vermeide es sogar so viel wie möglich, den Herren bekannt zu werden. — „Es ist doch gar nichts dabei, es thun es ja fast alle, und es handelt sich jährlich um viele tausende von Mark; kommen Sie her, ich stelle Sie vor." Ich habe, um mich zu unterrichten, das Anerbieten, mich den betreffenden Bankdirektoren vorstellen zu lassen, einige Male angenommen, aus Händedruck und Augenzwinkern entnahm ich, daß man mir Muth machen wollte, es entspann sich ein kleines Gespräch, das ich im richtigen Augenblick abbrach, um die Herren darüber nicht im Zweifel zu lassen, daß ich die Bekanntschaft nicht zu fruktifiziren gedächte. Die Versuche, mich umzustimmen, wiederholten sich öfter, als ich in die Redaktion der Kreuzzeitung eingetreten war. Ich kann nicht anders annehmen, als daß die betreffenden Herren, die sich so viel Mühe um mich machten, den Auftrag dazu hatten. Später wurde mir einmal gesagt: „Wenn Sie Ihre Visitenkarte nicht abgeben oder Ihre Adresse nicht nennen wollen, so lassen Sie doch privatim verlauten, bei welcher Bank Sie ein Depositenkonto haben. Dann

wird Ihnen regelmäßig Ihre Betheiligung dorthin anonym übersandt, oder geben Sie eine Deckadresse an. Es giebt der Mittel genug, um die Sache so heimlich zu machen, daß keine Gefahr mehr damit verbunden ist.“ Durch solche und andere Mittheilungen von Börsenredakteuren, für die ich stets auch von anderer Seite glaubwürdige Bestätigung fand, bin ich allmählich in das ganze System der Bestechungen eingeweiht worden und finde hierin eines der wirksamsten Mittel der Großfinanz, ihre einzelnen Operationen mit Erfolg durchzuführen und sich im allgemeinen ein glänzendes Renommee zu verschaffen. Ein Redakteur, der regelmäßige Gratifikationen von jährlich mehreren tausend Mark von jeder großen Bank oder doch den meisten bezieht, kann von diesen Instituten und Firmen immer nur mit der Devotion eines Angestellten schreiben, und da weitaus die Mehrzahl aller von einem wohlhabenden Publikum gelesenen Zeitungen unter diesem Banne steht, so sind die Banken, welche das Börsengeschäft beherrschen, jeder wirksamen Kritik entzogen. Das sind unleidliche Zustände. Vor einigen vierzehn Tagen habe ich einmal die Sache an die große Glocke gehängt — früher habe ich sie allerdings wiederholt berührt in der „Kreuzzeitung“ und im „Reichsboten“, ohne daß irgend ein Echo darüber in anderen Zeitungen entstanden wäre —, nun aber wurde sofort von mir verlangt, ich sollte Namen nennen, Namen von Personen, welche eine Betheiligung empfangen haben. Den Namen des Gebers habe ich genannt. Ich glaube, daß das genügt. Auf die der Oeffentlichkeit gleichgiltigen Namen der Empfänger kommt es mir bei meinem Zwecke um so weniger an, als keine Garantie dafür besteht, daß deren etwaige Nachfolger im Dienst vor dem gleichen Fehler sicher wären. Ich will den armen Leuten, die das Geld angenommen haben, nicht einen persönlichen Vorwurf machen. Ich bin nicht in Versuchung gekommen, ich hatte das Geld nicht nöthig. Wenn ich aber bedenke, wie so mancher von meinen Kollegen mit 75 Mark monatlich angestellt ist und dafür den ganzen Tag zu arbeiten und keinen Nebenverdienst hat, so kann ich mir erklären, wie er der Versuchung nicht hat widerstehen können. Ich möchte die ganze moralische Verantwortung den Firmen und den Banken zuweisen, welche auf diese Weise für die Korruption der Presse sorgen.

Vorsitzender: Auch das ist bedenklich erschienen, daß bestimmte Firmen Gerüchte auf diese Weise in die Presse lanziren. Haben Sie darüber keine Wahrnehmung gemacht, daß insbesondere dieses durch das Wohlwollen des betreffenden Redakteurs bedingt wird?

Sachv. Dr. **Müller:** Von solchen einzelnen Fällen weiß ich nur durch Gerüchte, die ich nicht kontroliren konnte. Schädlicher aber, als alle einzelnen, in ihrer Wirkung doch sehr beschränkten Betrügereien durch die Presse erscheint mir die allgemeine Depravirung der Presse und des Bankgeschäftes durch die geschilderte Korruption: Die Kritik aller großen Finanzoperationen wird unterdrückt.

Vorsitzender: Wissen Sie ein Mittel dagegen anzugeben?

Sachv. Dr. **Müller:** Nur das Ehrengericht. Es müßte, wie bereits dargethan, gegen die Banken wie gegen die Redakteure, die sich derartiges zu Schulden kommen lassen, mit den strengsten Disziplinarstrafen vorgegangen werden. Das kann freilich nur geschehen, wenn das Ehrengericht die Börsenbesucher eidlich vernehmen darf.

Ich will nochmals hervorheben, daß ehrenwerthe Ausnahmen da sind. Es giebt persönlich ehrenhafte Redakteure, die nicht einen Pfennig annehmen, und von denen ist das auch bekannt.

Geheimer Ober-Regierungsrath **Gamp:** Ich wollte nur fragen, ob das richtig ist, daß bei manchen größeren Firmen

bestimmte Mitglieder der Direktion ernannt sind, um geradezu den Geschäftsverkehr mit der Presse zu vermitteln. Ich will die Namen gar nicht genannt haben, ich will nur wissen, ob die Thatsache richtig ist.

Sachv. Dr. **Müller:** Manche Bank hat einen Direktor oder anderen Beamten, welcher die Verbindung mit der Presse vermittelt. Gewisse anständige größere Banken geben ihre Betheiligungen in einer anderen Form, sie überreichen ein Kuvert und sagen: „Wir danken für das Wohlwollen, das Sie unserem Geschäft erwiesen haben. Die Gesellschaft oder die betreffende Regierung oder Eisenbahndirektion (je nachdem es eine Emission betrifft) erlaubt sich Ihnen hiermit den Dank auszusprechen". In dem Kuvert befindet sich womöglich ausländisches Geld, z. B. Guldennoten, wenn es ein österreichisches Geschäft war — Alles nur, um die Form zu wahren. Firmen, die so zartfühlend sind, nicht selbst als Geschenkgeber aufzutreten, geben natürlich auch keine direkten Jahresgratifikationen, sondern bringen den Redakteuren das Geld auf eine diskretere Weise bei. Bei der portugiesischen Tabaksmonopol-Anleihe bewilligte das Konsortium der hiesigen Emissionsstelle 100 000 Mark zur baaren Vertheilung an die Berliner Presse (nicht etwa zu Inseraten), und es verlautet, das diese Emissionsstelle die Betheiligungen als von dem internationalen Konsortium ausgehend bezeichnet hat.

Vorsitzender: Aber in der Absicht, den Empfänger zu beeinflussen?

Sachv. Dr. **Müller:** In der Absicht, ihm für sein Wohlverhalten zu danken.

Vorsitzender: Sie würden aber nichts geben, wenn es sich um etwas Vergangenes handelt, sondern es geschieht, um das Urtheil für die Zukunft zu bestimmen?

Sachv. Dr. **Müller:** Gewöhnlich wird das Geld nicht pränumerando, sondern postnumerando gegeben.

Sachv. **Cahnstädt:** Ein Theil meiner Ausführung ist mir bereits weggenommen worden. Ich will mich auch nur an Thatsachen halten. Herr Dr. Müller äußerte unter Anderem, daß seine Schilderung über diese Berliner Beeinflussungen kein Echo hervorgerufen hätte. Im Interesse der Presse und der Oeffentlichkeit halte ich mich für verpflichtet, festzustellen, daß thatsächlich wohl ein Echo stattgefunden hat; ich kann freilich nicht feststellen, in welchem Umfang. Ich war damals in Steyermark und habe nur die „Frankfurter Zeitung" gelesen. Diese sowohl, wie die „Kölnische Zeitung" hat ausdrücklich an die „Kreuzzeitung" das präzise Verlangen gestellt, nicht die Berliner Presse im Ganzen zu brandmarken und nur mit der Einschränkung, daß es Ausnahmen gebe, sie solle vielmehr jene Leute offen an den Pranger stellen. Ich darf wohl erwähnen, daß ich auf diesem Gebiete gewisse Erfahrungen insofern habe, als ich früher in einem Bankgeschäft thätig gewesen bin — das ist immerhin 15 Jahre her —, und ich habe gefunden, daß es wohl vorgekommen ist, daß manche Emissionshäuser gewisse Blätter in dieser Weise beeinflußt haben, aber das waren immer nur untergeordnete Organe. Was meine speziellen Erfahrungen als Journalist anbetrifft, so ist in einem Falle, ich war allerdings erst ganz kurze Zeit in der Journalistik, mir eine Summe nicht von hunderten, sondern von tausenden Mark zugeschickt worden als angebliche Gewinnbetheiligung, was ich damals nicht anders aufgefaßt habe, als daß es ein reines Versehen war, und in diesem Sinne schickte ich es zurück. Es ist niemals wieder ein ähnlicher Versuch gemacht worden. Ferner ist mir in den ersten zwei Jahren, wo ich thätig war, auch zuweilen eine Betheiligung angeboten worden, jedoch nicht in dem Sinn, wie Herr Dr. Müller das angeführt hat, sondern in einer anderen Richtung, in der Weise, daß man gesagt hat, wenn Sie die Absicht haben, von dieser Anleihe

sich etwas anzulegen und feste Stücke haben wollen, so stehen sie Ihnen zur Verfügung, auch konsortialiter. Auch diese Geschäftsbetheiligung, die natürlich eine Betheiligung am Gewinn und Verlust gewesen wäre, habe ich selbstverständlich zurückgewiesen, weil ich es für bedenklich halte, daß ein Journalist gleichzeitig Geschäfte machen will in Sachen, die er zu kritisiren hat. Sobald man das gesehen hat in dem einen oder einem zweiten Fall, ist man nicht mehr darauf zurückgekommen. Allein niemals hätte Jemand, der mich irgendwie kannte, die Dreistigkeit gehabt, mir ein Trinkgeld in der einen oder anderen Form anzubieten. Ich glaube und hoffe zuversichtlich, daß es auch in Berlin und überall eine ganze Reihe von anständigen Blättern giebt, die so geachtet dastehen, daß man sich nicht erfrechen würde, ihnen Trinkgelder anzubieten. Ich bedaure, daß das, was heute und öffentlich der Berliner Presse gegenüber ausgesprochen worden ist, unter Beschränkung auf allgemeine Anschuldigungen geschehen ist, deren Tragweite Herr Dr. Müller vielleicht nicht beurtheilen kann.

Sachv. Dr. **Müller:** Wenn meine Mittheilungen bewirken, daß das Publikum von einem gesunden und gerecht fertigten Mißtrauen gegen alle Börsennachrichten erfüllt wird, so ist ihr Zweck erreicht, und damit dürfte auch ihre Tragweite erschöpft sein. Herr Cohnstädt hat mich in einer Beziehung mißverstanden. Ich habe nicht gesagt, daß nicht auf meine letzten Veröffentlichungen eine Aeußerung erfolgte, sondern auf eine ganze Reihe von Artikeln, in denen ich früher auf die Schädigung des Publikums durch die Korruption der Presse hingewiesen hatte, hat die ganze übrige Presse geschwiegen.

Sachv. **Cohnstädt:** In der letzten Zeit?

Sachv. Dr. **Müller:** Im Verlaufe der letzten Jahre.

Sachv. **Cohnstädt:** Davon habe ich keine Kenntniß.

Sachv. **Wiener:** Wenn ich zunächst über die Preßbetheiligung sprechen soll, so muß ich sagen, daß ich die Hoffnung, die Herr Cohnstädt ausgesprochen hat, nicht hege. Ich glaube nicht, daß diesem Unwesen kraft der Moral so leicht und so bald ein Ende gemacht werden wird. Ich fürchte, daß, wenn die Bestecher nur die entsprechend größeren Summen aufwenden werden, sich immer wieder Menschen finden werden, die schwach genug sind, der Versuchung zu unterliegen. Wenn auch ich von meinen persönlichen Erfahrungen sprechen soll in Bezug auf diese heikle Frage, so ist es mir persönlich anders gegangen, als Herrn Dr. Müller, deshalb, weil ich damit angefangen habe, womit er aufgehört hat; ich habe den Vorfall, als ich ein solches Schreiben bekam, in meinem Blatt, dem „Berliner Tageblatt", veröffentlicht, und damit war ich die Gesellschaft so ziemlich ein für alle Male los. Von den Anerbietungen und Versuchungen, die an mich herangetreten sind, muß ich aber namentlich einen Fall noch anführen, weil er mir besonders charakteristisch erscheint. Es wird zwei oder drei Jahre her sein, als der Mitinhaber der Firma S. Bleichröder an mich herantrat, und mir sagte: Herr Wiener, ich bin in großer Verlegenheit. Wir haben die Pfandbriefe der russischen Zentralbodenkreditbank konvertirt, und die russische Regierung oktroyirt mir eine Betheiligung für das „Berliner Tageblatt". Ich weiß nicht, was ich machen soll.

(Heiterkeit.)

Die Betheiligung ist natürlich trotzdem abgelehnt worden. Es ist dieser Fall ein Beweis dafür, daß die Korrumpirung nicht bloß auf Seiten der Banken zu suchen ist, sondern es giebt auch höher gestellte Instanzen, die auf diesem Wege ihre Erfolge zu erzielen suchen. Ein ander Mal flog mir ein solches Schreiben ins Haus, die Firma Karl Neuburger theilte mir mit, daß sie für mich Aktien der Eppendorfer Industriegesellschaft gekauft und verkauft hätte, und als Betrag übersandte sie die Summe von, ich glaube, 1000 Mark. Das Kuvert ging an die Firma

Neuburger zurück. Sie nahm Veranlassung, wegen des Verfahrens, das einer ihrer Bureaubeamten sich hatte zu Schulden kommen lassen, sich zu entschuldigen. So traurig diese Dinge sind, so ungemein bedauerlich sie sind, so wird sich nicht viel dagegen machen lassen. Es hängt das so sehr von dem Gewissen des einzelnen Menschen ab, ob und wodurch er sich bestechen läßt, daß es mir kaum denkbar ist, wie die Gesetzgebung hier einschreiten soll.

In der vorhergehenden Diskussion ist die Rede gewesen — ich möchte die Punkte rasch erledigen — von der Verbindung zwischen Bankier und Presse, das heißt, daß ein Mittel gefunden werden soll, welches diese besondere Verquickung von Bankgeschäften und Bankzeitungen verhindern soll. Mir scheint die Anregung nicht sonderlich wesentlich, weil dieses ganze Verhältniß im Börsenverkehr eine unbedeutende Rolle spielt. Ich weiß in diesem Augenblicke in ganz Berlin und Norddeutschland kein einziges Organ zu nennen, bei dem diese Verbindung vorhanden ist. Ich glaube, allein Polke ist so dreist, dieses Geschäft heute noch auf der alten Basis fortzusetzen. Ich muß auch sagen, daß schon deshalb mit einem besonderen Eingriff in diese Verhältnisse wenig erreicht wird, weil das, was hier ein Bankier mit einem Organ thut, in anderen Fällen ein Bankier mit zehn Organen thut. Herr Geheimrath Frentzel hat die Aufgabe, der Börsenreklame entgegenzuwirken, eine Aufgabe, die ich ohnehin für sehr schwierig halte, dadurch noch erschwert, daß er zur Diskussion stellte, wie alle Reklamen beseitigt werden könnten. Bei der Börsenreform muß daran festgehalten werden, daß nicht zu weite Ziele gesteckt werden; sonst wird gar nichts erreicht. Immerhin muß man sagen, daß die Frage, der Börsenreklame entgegenzuwirken, deshalb von großem Werth wäre, weil die Börsenreklame sehr viel gefährlicher ist als z. B. die Reklame für Stehaufmännchen in Spielwaarenhandlungen. Ich halte es für erforderlich, zumal ich aus den Kreisen der Kommission dazu aufgefordert worden bin, eine Rektifikation zu geben in Bezug auf die Auffassung des Inserats, wonach für 50 Mark 35000 Mark gewonnen werden können. Das ist kein Börseninserat, sondern ein Loosinserat. Es handelt sich offenbar um eine Serienloosgesellschaft, wo der höchste Gewinn die Ziffer von 35 000 Mark erreicht. Wenn ich jetzt zu Frage 18 übergehe, so möchte ich Alinea 2 bejahen. Es erscheint mir selbstverständlich, daß alle Strafbestimmungen, welche in Bezug auf Aktien gelten, auch auf alle anderen Objekte ausgedehnt werden.

Zu Alinea 1 hätte ich Folgendes zu bemerken. Ich glaube, die Diskussion braucht nicht getrennt zu werden in eine Diskussion über Reklame und über sonstige Börsennachrichten. Es handelt sich im Allgemeinen darum, wie ist den unwahren Nachrichten zu steuern? Ich muß sagen, daß diese Aufgabe mir ungemein schwierig erscheint, selbst wenn man mit dem besten Willen an die Bekämpfung des Unwesens herangeht. Insbesondere für die Presse liegt es so, daß sie einen Nachtheil doch erst bewirkt durch die Verbreitung einer Nachricht, wenn diese nachher sich als unzutreffend erweist, daß sie aber eine Aufgabe der Publizität erfüllt, wenn sie eine Nachricht verbreitet, die in der Folge sich als richtig erweist.

Aber es läßt sich in der That nicht leugnen, daß das Unwesen der falschen Nachrichten ein sehr schlimmes ist. Ich habe mir angelegen sein lassen, einzelne Kategorien aufzustellen, in die sich das falsche Nachrichtenwesen rubriziren läßt. Ich nenne erstens die an sich falschen Nachrichten. Ihre Beurtheilung wird dadurch noch besonders erschwert, daß die falsche günstige Nachricht an der Börse gar nicht immer die Wirkung haben soll, die Kurse zu steigern. Wüßte man das, so würde man ihr den Charakter der Unrichtigkeit eher ansehen und sie eher unterdrücken können. Ebenso ist die unrichtige ungünstige Nachricht nicht immer darauf berechnet, auf die Kurse zu drücken, sondern es ist eine Erfahrung, die man wiederholt machen kann, daß günstige Nachrichten kolportirt werden, damit ihre Rektifikation

die Reaktion herbeiführt; und es werden ungünstige Nachrichten verbreitet, damit die unzweifelhaft zu erwartende Rektifikation nachher eine Steigerung hervorruft.

Eine zweite Kategorie Nachrichten sind übertriebene oder verfrühte Nachrichten. Wenn man eine an und für sich günstige Thatsache in übertriebener Weise darstellt, so führt das zu einer Ueberwerthung des Papiers oder umgekehrt. Auch verfrühte Nachrichten können in demselben Sinne nachtheilig wirken.

Eine ganz besonders schlimme Kategorie sind die verspäteten Mittheilungen. Es wird eine Thatsache mitgetheilt in dem Augenblick, wo ein Kauf, welcher durch eine solche günstige Nachricht veranlaßt wird, bereits einen Verlust bedeutet oder ein Verkauf, der durch eine solche ungünstige Nachricht veranlaßt wird, einen Verlust herbeiführt.

Viertens ist die völlige Vorenthaltung von Informationen seitens solcher, die eigentlich verpflichtet wären, ihr Wissen und ihre Kenntniß von Thatsachen an die Oeffentlichkeit gelangen zu lassen, zu erwähnen.

Eine andere Kategorie, die mir das Daniederliegen der Moral in Bezug auf die Börsennachrichten besonders zu charakterisiren scheint, sind die häufigen Fälle, wo ein Interessirter, der sich nicht in der Lage befindet, auf eine an ihn gestellte Frage zu antworten, statt der Vorenthaltung jeder Mittheilung mit einer Unwahrheit antwortet. Es sind heute Nachrichten über das Bevorstehen einer Anleihe verbreitet, einer einheimischen oder ausländischen; die Kenntniß dieser Thatsache kann die Bedeutung haben, daß Jemand kauft oder verkauft. Er kann glauben, daß eine neue Anleihe dem Schuldner neue Mittel zuführt, sodaß er die Kupons wird honoriren können oder umgekehrt. Wenn er dann an die Firma herantritt, die vielleicht eben am Abschluß der Verhandlungen steht, so muß ich sagen, nach meinen Erfahrungen kann ich zehn gegen eins wetten, daß die Unwahrheit gesagt wird, statt daß die Antwort vorenthalten wird. Nach meinen persönlichen Erfahrungen hat gerade dieses Unwesen eine so schlimme Gestalt angenommen, daß ich, weil ich es unter meiner Würde halte, mich von einer Bankfirma anlügen zu lassen, nur in Ausnahmefällen noch selbst Erkundigungen einziehe und mit dieser Aufgabe vielmehr Andere betraue. Es handelt sich z. B. um eine Fusion. Es kann von der größten Wichtigkeit sein, ob das Publikum das weiß oder nicht. Wenn das betheiligte Institut gefragt wird: sind die Gerüchte darüber begründet? so wird statt der Antwort: darüber können wir nichts sagen! einfach die Unwahrheit gesagt: es ist nicht wahr! In der nächsten Nummer der Zeitungen kann man die Thatsache aber schon lesen.

Einen Punkt habe ich in Bezug auf das Nachrichtenwesen noch zu erwähnen, der sicherlich mit großem Nachtheil für die Oeffentlichkeit verknüpft ist, daß immer, wenn es sich darum handelt, irgend eine Finanzoperation auszuführen, eine Emission zu machen, Aktien abzustoßen, oder wenn es sich darum handelt, vielleicht in umgekehrter Richtung zu operiren, die öffentliche Meinung mit entsprechenden Nachrichten von betheiligter Seite überschüttet wird. Die Zeitungen wissen nicht, wie sie diese Ueberfülle von Material bewältigen sollen. Dann kommt eine Zeit, wo das betreffende Bankhaus oder die Gesellschaft ein solches Interesse nicht mehr hat, und dann können wir uns die Finger mit Anfragen wund schreiben, dann ist keine Information zu haben. Die Zeitungen werden überschüttet mit Nachrichten und Angaben, mit Monatsausweisen von Bergwerksgesellschaften und dergleichen, wenn die Firmen wissen, daß die betreffenden Nachrichten ihr Ziel fördern helfen. Jetzt kommt eine andere Zeit. Die Bank hat das Interesse an dem Papier verloren. Da ist keine Möglichkeit da, Nachrichten zu bekommen, alle möglichen Vorwände, Rücksichten auf die Konkurrenz und sonstige Schädigungen, die solche Mittheilungen herbeiführen könnten, werden vorgeschoben.

Jede dieser Kategorien läuft schließlich darauf hinaus, daß die Unwahrheit geboten wird. Ein wirksames Mittel hier-

gegen würde darin liegen, daß darauf hingewirkt wird, einen Zwang aufzuerlegen, die Wahrheit, und zwar möglichst bald, bekannt werden zu lassen. Als am Anfang des Jahres 1880 die Aktiengesetznovelle zur Verhandlung kam und die öffentliche Diskussion beschäftigte, schrieb ich eine Reihe von Artikeln über die Publizität des Aktienwesens in der Cottaschen „Allgemeinen Zeitung“ und machte eine Reihe von Vorschlägen unter den Gesichtspunkten, die ich heute angeführt habe, daß die Verpflichtung geschaffen oder erweitert werden soll, gegenüber allen denjenigen, welche sich in der Lage befinden und berufen sind, die Wahrheit bekannt werden zu lassen. Ich kann nicht leugnen, daß ich über den Mangel an Verständniß der Gesetzgeber äußerst enttäuscht war, die auf meine Vorschläge nicht eingegangen waren. Das Aktiengesetz hat, soweit es sich um positive Mittel zur Verbreitung der Wahrheit handelte, gar nichts oder beinahe gar nichts gebracht. Es ist den Aktiengesellschaften nichts Anderes aufgegeben worden, als die Jahresbilanz und das Gewinn- und Verlustkonto in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres zu veröffentlichen. Ich bin aber nachträglich zu der Ueberzeugung gekommen, daß der Gesetzgeber so unweise nicht war. Das Gesetz, glaube ich allerdings, muß seine Forderung in Bezug auf die Publizität, in Bezug auf das, was die Aktiengesellschaften zu veröffentlichen haben, auf das Alleräußerste beschränken. Es muß auf andere Mittel gesonnen werden, wie all den Mißständen entgegengewirkt werden kann. Ich glaube aber, daß es eine Illusion wäre, gar zu viel zu erwarten. Unbegründete Nachrichten und unbegründete Vermuthungen werden nach wie vor verbreitet werden, das wird sich nicht vermeiden lassen; ihre Unterdrückung kann unter Umständen auch ein Nachtheil für die Allgemeinheit sein. Es muß aber darauf Bedacht genommen werden, daß Jeder, in dessen Pflicht es liegt, die Aufgabe auch wirklich erfüllt, wahre Informationen so bald wie möglich bekannt zu geben. Hält man sie zurück, so wirkt das meiner Ansicht nach zunächst korrumpirend auf die Moral und ist auch wirthschaftlich nachtheilig. Man leistet den falschen Nachrichten Vorschub, so lange die wahre Nachricht nicht da ist. Der Uebelstand wirkt aber auch wirthschaftlich nachtheilig, indem das Publikum die zutreffende Information oft erst dann erhält, wenn sie längst fruktifizirt ist und ihre Fruktifikation seitens des Publikums diesem zum Nachtheil gereicht. Da greife ich nun wieder zurück auf die neu zu bildende Börsenbehörde. Ich glaube, daß es mannigfache Wege giebt, auf denen die Börsenbehörde einschreiten könnte. Die Börsenbehörden, die nicht bloß aus spezifischen Börseninteressenten zusammengesetzt sind, würden sehr wohl festzustellen vermögen in einer ganzen Reihe von Fällen, wo eine Nachricht dem Publikum vorenthalten wurde, weil sie erst von anderen Interessentenkreisen ausgenutzt werden sollte. Sie wird, um andere Kategorien von Fällen zu erwähnen, der Willkür im Nachrichtenwesen zu steuern wissen, die darin besteht, daß das Publikum auf der einen Seite überschüttet wird, auf der anderen Seite aber ihm Nachrichten vorenthalten werden. Ich kann einen Fall besonders erwähnen, um klar zu machen, inwiefern der Börsenbehörde Mittel gegeben wären, um der Willkür entgegenzuwirken. Vielleicht vor einem Jahre wurden die deutschen Zeitungen, nachdem bis dahin die Northern-Pacificbahn ihre Ausweise monatlich veröffentlicht hatte, damit überrascht, daß die Bahn dazu überging, wöchentliche Ausweise mitzutheilen. Es war eine Zeit der aufsteigenden Bewegung. Seit Monaten hat aber selbst die Mittheilung der Monatsausweise aufgehört.

Aehnlich liegt es bei einem anderen Fall. Es handelt sich um die Prioritäten der St. Louis- und St. Franciscobahn. Auf einmal waren die Monatsausweise verschwunden und war nichts zu erfahren. Einer solchen Bahn, die sich weigert, dem Publikum auch weiterhin Informationen zu geben, dürfte die Börsenbehörde eine neue Emission nicht mehr gestatten. Ich glaube, daß der Börsenbehörde darin ein aus-

gezeichnetes Mittel gegeben wäre, den unwahren Nachrichten wesentlich zu steuern.

Vorsitzender: Wie denken Sie sich, daß die Börsenbehörde thätig wird. Soll sie Alles von selbst überwachen oder bedarf es einer Benachrichtigung?

Sachv. **Wiener:** Ich halte diese Ueberwachung nicht für so schwierig, aber ich glaube, die Börsenbehörde wird kaum in die Lage kommen, sich dieser Aufgabe unterziehen zu müssen.

Vorsitzender: Wann soll sie z. B. einschreiten?

Sachv. **Wiener:** Wenn eine Bank die Prioritäten und Aktien einer Eisenbahn emittirt und wenn nachgewiesen ist, daß bei Gelegenheit der Emission und vielleicht weiterhin noch allerhand Nachrichten darüber bekannt gegeben wurden, dann aber mit einem Male keine Informationen zu erhalten sind, so müßte bestimmt sein, daß die Börsenbehörde einer solchen Firma eine fernere Emission nicht gestattet.

Vorsitzender: Wie lange wollen Sie diese Verpflichtung ausdehnen? Möglicherweise ist das Interesse der Bank schon längst erloschen. Es kommen andere Gründungen. Es dürfte recht schwer sein, wenn die Banken sich um alle ihre Emissionen auf lange Jahre hinaus kümmern sollen.

Sachv. **Wiener:** Bei der Einführung könnte die Verpflichtung auferlegt werden, mit einer gewissen Regelmäßigkeit die für die Erwerber des Papieres wünschenswerthen Mittheilungen auszugeben. Der Willkür, wie sie gegenwärtig herrscht, daß lediglich das momentane Interesse der betreffenden Bankfirma entscheidend dafür wirkt, ob das Publikum Nachrichten erhält, muß ein Ende gemacht werden.

Vorsitzender: Einige Wirkung hat das Handelsgesetz insofern, als es Kaufleuten, insbesondere Aktiengesellschaften die Verpflichtung zur jährlichen Bilanzirung auferlegt. Wie weit das Gesetz darin gehen soll, Vorschriften über den Inhalt der Bilanz zu geben, ist schwierig zu entscheiden. Man darf nicht zu weit gehen und kann nicht verlangen, daß die Geschäftsgeheimnisse an die Oeffentlichkeit kommen, was möglich wäre, wenn periodisch der Zustand des Unternehmens bekannt gemacht werden soll. Damit könnte außerordentlich viel Schaden angerichtet werden.

Sachv. **Wiener:** Darauf muß ich Folgendes erwidern: Ich verlange nicht, daß das Gesetz derartige Stipulationen enthält, aber ich bin der Meinung, daß die Verpflichtung zu Publikationen nicht auf ein Minimum beschränkt bleiben darf, ein Minimum, das für das Publikum nicht ausreichend ist. Wie eine Gesellschaft ihre Dividende normirt, kann von großer Bedeutung sein. Nach dem Aktiengesetz ist es erlaubt, erst viele Monate, nachdem die Dividende normirt ist, dieselbe mitzutheilen. Es müßte da wenigstens die Remedur möglich sein, daß die Börsenbehörde den praktischen Anforderungen entsprechend zu normiren hat, was mitzutheilen ist, was nicht. Das scheint mir gerade, weil das Gesetz so wenig fixirt, eine durchaus nöthige Bestimmung zu sein.

Vorsitzender: Das kann schon sein. Es ist nur die Frage: wie soll die Börsenbehörde das Recht handhaben?

Sachv. **Wiener:** Das wird ganz von der Verständigkeit des Börsenkommissariats abhängen, mit der es in jedem einzelnen Fall verfahren wird. In dem einen Fall könnte gegen die Aktiengesellschaft vorgegangen werden, die es unterläßt, das Publikum zu informiren. In einem anderen Fall wird die Schuld nachweislich auf Seiten des Emissionshauses liegen. Seit der Zeit der Gründungsära wurden mit wenig Unterbrechungen die Monatsausweise der Harpener Bergwerksgesellschaft mitgetheilt, ohne daß das der Gesellschaft irgend

einen Schaden zufügte, jedenfalls weil derjenige, der sie kolportirte, ein Interesse daran hatte. Dieses Interesse hat nunmehr aufgehört. Es haben eben hierüber viele Erörterungen in der Presse stattgefunden. Die Ausweise der Harpener Bergwerksgesellschaft sollen nämlich nicht mehr publizirt werden. Das Publikum ist dadurch benachtheiligt, das Publikum kann bis zum Jahresschluß und vielleicht noch drei, vier Monate darüber warten, ehe die Gesellschaft und die dahinter stehenden Leute sich bequemen, irgend welche Informationen über die Ergebnisse des Unternehmens zu geben. Wenn nun demjenigen Institut, welches immerwährend diese Harpener Ausweise mitgetheilt hat, gesagt würde, daß ihr weitere Emissionen nicht mehr gestattet werden, wenn sie in dieser Weise ihre Verpflichtungen gegen die Oeffentlichkeit vernachlässigt, so wäre das ein Mittel, das seine Wirkung nicht verfehlen würde.

Sachv. **Christians:** Ich wollte bemerken, daß allerdings mit diesen Nachrichten, namentlich auch mit Dividendenmittheilungen, überhaupt mit der Kenntniß der internen Angelegenheiten der Gesellschaften ein Mißbrauch getrieben wird. Ich sehe aber nicht ein, wie dem entgegengetreten werden kann. Es ist doch zu weit gegangen, wenn man auch die Emissionshäuser für alle derartigen Vorkommnisse verantwortlich machen will.

Nehmen Sie an, ein großes Emissionshaus, welches ein lebhaftes Geschäft hat, macht im Jahre zwei Dutzend Einzelgeschäfte. Von 20 Jahren zusammengerechnet, macht das eine ganze Menge aus. Wenn es nun fortlaufend verpflichtet sein sollte, Nachrichten zu geben über die Papiere, die es einmal emittirt hat, so geht das entschieden zu weit. Wo das Publikum nachher seine Informationen herbekommt, das ist dann seine Sache, wenn das Papier einmal im Verkehr ist. Die Zeitungen müssen selber dafür sorgen, daß sie Nachrichten bekommen, dafür haben sie Korrespondenten an allen Orten. Es ist zu viel verlangt, wenn man den Emissionshäusern diese Last aufbürden wollte. Bezüglich der inländischen Gesellschaften wäre es, wenn man den Unfug ansieht, der mit der Kenntniß von internen Verhältnissen und Börsennachrichten getrieben wird, nach meiner Ansicht allerdings gut, wenn da eine Strafbestimmung in das Aktiengesetz hineingebracht würde, eine Strafbestimmung für die Unterlassung der vorgeschriebenen Publikationen. Es giebt eine ganze Menge Gesellschaften ohne derartige Veröffentlichungen, eine ganze Menge von Aktiengesellschaften, deren Papiere ja nicht immer an der Börse sind, die überhaupt keine Bilanzen publiziren, auch im „Reichsanzeiger“ nicht, trotzdem es vorgeschrieben ist. Es giebt sogar hier in Berlin Baugesellschaften, die großartige Spekulationen machen, von denen absolut keine Bilanz zu erhalten ist, die auch niemals eine Bilanz im „Reichsanzeiger“ publizirten. Eine solche habe ich einmal sehr scharf mitgenommen, weil es eine ganz unsolide Bilanz war, welche im „Reichsanzeiger“ veröffentlicht wurde. Die Leute wurden darüber sehr ungehalten, und sagte mir der betreffende Herr an der Börse ins Gesicht: ich werde in Zukunft gar nichts publiziren und die 3 Mark Ordnungsstrafe zahlen, die man mir auflegen kann, da komme ich auch noch billiger weg, als wenn ich die Insertionskosten im „Reichsanzeiger“ bezahle. Ich habe eine Statistik über die Bilanzen aufstellen lassen, welche während 14 Monaten im „Reichsanzeiger“ publizirt worden sind, da ist eine merkwürdig kleine Zahl von Gesellschaften herausgekommen, und ich habe eine große Reihe von Bilanzen, zum Theil von großen Gesellschaften mit mehreren Millionen Aktienkapital, gefunden, die ganz und gar unzureichend und unverständlich sind, sogar das Aktienkapital war nicht angegeben. Ich meine, daß nach dieser Richtung wohl für bessere Publizität gesorgt werden könnte. Was die Reklame betrifft, das übermäßige Ueberschwemmen mit Nachrichten, von dem Herr Wiener gesprochen hat, so habe ich auch gefunden: die Interessenten verbreiten sie, solange sie ein Interesse daran

haben. Der allerschädlichste Theil dieser übermäßig vielen Nachrichten erscheint gerade in dem Moment der Ausführung von Emissionsgeschäften, da wird alles, was man in dem Prospekt nicht sagen will, wodurch man aber auf das Publikum einwirken will, nebenher in redaktionellen Notizen veröffentlicht. Wenn das geschieht, was ich beantragt habe, daß man in den Prospekten die Abrechnung von mehreren Jahren publiziren, überhaupt ein genügend informatorisches Material geben muß, dann werden diese redaktionellen Notizen aufhören, dann haben wenigstens diese Reklamenotizen keinen Zweck mehr, denn ihnen steht ein offizielles Material in dem Prospekt gegenüber.

Vorsitzender: Sie wollen Artikel 249g des Handelsgesetzbuchs, der nur Ordnungsstrafen anordnet, dahin verschärfen, daß in solchen Fällen wirkliche Strafen verhängt werden können?

Sachv. **Christians:** Wirkliche Strafen, die wirksam sind, denn die Ordnungsstrafe ist eine Ersparniß für den Betreffenden.

Vorsitzender: Das ist ein neuer Gesichtspunkt, man hat damals geglaubt, mit der Ordnungsstrafe auskommen zu können.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich wollte nur den Anführungen des Herrn Wiener, die vielleicht auf einer irrthümlichen Ausdrucksweise meinerseits beruhen, entgegentreten. Ich habe keineswegs beabsichtigt, als wir vorhin von Reklame sprachen, das auf ein anderes Gebiet hinüberzuleiten, sondern die Sache war einfach die, Herr Geheimrath Gamp hatte eine bestimmte Frage auf eine bestimmt genannte Reklame, die wohl zu unterdrücken wäre, an den Herrn Sachverständigen gerichtet, Herr Christians hatte sie beantwortet, daran knüpfte ich die Frage, ob nicht die Form der Reklame wie ein Proteus alle möglichen Gestalten annehmen könnte, und führte als Beispiel etwas an; ich wollte im Uebrigen nicht die Versammlung auffordern, etwa anderen Reklamen entgegenzutreten. In Bezug auf das, was Herr Wiener sagte, meine ich, er müßte wohl in Ergänzung seines Vorschlages einen greifbaren Schuldner zu finden suchen. Ein Emissionshaus, welches Aktien auf den Markt gebracht hat, dürfte in dem Augenblicke, indem es das thut, allerdings über die Verhältnisse informirt sein, es muß es schon sein, weil es einen Prospekt auszustellen hat, es ist aber doch möglich — es werden auch solche Fälle vorkommen — daß es die Aktien bis auf den letzten Pfennig verkauft, und nach einiger Zeit nicht einmal ein Mitglied seiner Direktion in dem Aufsichtsrath ist, wie kann man nun eigentlich das Emissionshaus dafür verantwortlich machen, daß es nun fürder keine Nachrichten giebt? Da möchte ich doch sagen: liegt der Mangel der hier entsteht, nicht auf einem ganz anderen Gebiete, sind nicht eigentlich die Aktionäre der Aktiengesellschaft das Forum, welches ihre Verwaltung veranlassen müßte, dafür zu sorgen, daß genügende, rechtzeitige und aller Welt zugängliche Nachrichten erscheinen? Ich gebe zu, daß man auf den Generalversammlungen von Aktiengesellschaften, von dem Eingreifen der Aktionäre die allereigenthümlichsten Erfahrungen macht, da die Leute gewöhnlich, wenn eine Aktiengesellschaft mehr als 6 oder 7 Prozent Dividende giebt, in der Generalversammlung gar nicht erscheinen und erst kommen, wenn die Dividende sich mindert, aber ich glaube, wenn ich mir einmal einen Zustand, wie er eigentlich jetzt nicht ist, dächte, daß die Aktionäre wirklich die Theilnahme an der Verwaltung, die ihnen durch das Gesetz zugewiesen ist, zeigten, daß sie wirklich sämmtlich oder mindestens die Hälfte der Aktionäre in der Generalversammlung erschienen, dann würden sie doch wohl genügende Handhaben besitzen, um solchen Schädigungen vorzubeugen, denn sie sind doch eigentlich die Geschädigten. Ich meine, Herr Wiener wird nicht sagen wollen, es können auch solche, die Aktien nicht haben, die vielleicht à la baisse spekuliren, sich wegen Mangels von Nach-

richten als Geschädigte aufführen — ich denke, diesen Gedanken wird er nicht verfolgen —, die eigentlich Geschädigten sind die Aktionäre, und diese haben eine Stelle durch das Gesetz, wo sie ihre Stimme geltend machen können. Ich fürchte beinahe, daß jeder andere Weg, wie ich auch Herrn Wiener selbst verstanden habe, ein wirklich praktisch greifbares Resultat schwerlich bieten wird. Der einzig praktische Weg, den er angeführt hat, ist das Eintreten der Börsenbehörde. Da muß ich nun bekennen, soweit ich die Verhältnisse beurtheilen kann, daß ich vor der Börsenbehörde des Herrn Wiener, die Alles leistet und Alles weiß, einen ungemein hohen Respekt habe, aber gleichzeitig meine Schwäche bekennen muß, insofern ich aufgefordert würde, in dieser Weise mitzuwirken, ich fürchte, daß ich den Erwartungen, die daran geknüpft werden, meiner persönlichen Schwäche wegen kaum zu entsprechen in der Lage sein würde, aber gewiß werden sehr viele bessere Männer sich finden, die das sehr gut machen.

Sachv. **Wiener:** Ich möchte nur bemerken, wenn wir darauf rechnen könnten, daß die Aktionäre aus sich selbst heraus das Rechte thun, dann, glaube ich, könnte mancher Punkt des Fragebogens hier kassirt werden: das Publikum thut aber eben nicht das Rechte, und es ist das so wenig der Fall, daß, wenn auch nicht eine Bevormundung, so doch auf eine gewisse Sicherung des Publikums gegen solche Schädigungen, gegen die es sich selbst nicht genügend wehrt, Bedacht genommen werden muß, und da bin ich doch der Meinung, daß die Bestimmung möglich ist, daß Aktien einer industriellen Gesellschaft zur Börse nicht zugelassen werden, wenn nicht die Gesellschaft damit würde man vielleicht eine wirksamere Handhabe manchmal noch besitzen, als wenn man gegen die Emittenten vorgeht sich verpflichtet, gewisse in Normativbestimmungen festgesetzte Publikatianen rechtzeitig an das Publikum gelangen zu lassen. Wenn man die Harpener Bergwerksgesellschaft in Betracht zieht, die monate und jahrelang ihre Ausweise veröffentlicht hat, so meine ich, könnte ihr das auch über die Zeit hinaus auferlegt werden, in der es der Harpener Bergwerksgesellschaft oder ihren Hintermännern paßte, und wenn die Brauereien, wahrscheinlich auf Veranlassung der Bankiers, die ihre Aktien emittirt hatten, allmonatlich die Ausweise ihres Absatzes mittheilten, so sehe ich den Grund nicht, warum die Brauereien, sobald die Herren Bankiers nicht mehr ein Interesse haben, ob der Kurs der Aktien so oder so ist, die Ausweise nicht mehr mittheilen sollen; kurz, ich glaube wohl, daß eine gewisse Reihe von Narmativbestimmungen möglich wäre, welche das zusammenfassen würden, was für die einzelnen Kategorien der Papiere erforderlich ist. Wenn Herr Geheimrath Frentzel in übertriebener Bescheidenheit sagt, daß er in einer solchen Börsenbehörde kein leistungsfähiges Mitglied sein würde, so meine ich, daß, wenn nur die Börsenbehörde nicht lediglich aus Herren der Börse zusammengesetzt ist, sondern darin auch andere Elemente vertreten wären, seine Intelligenz, Erfahrung und Kenntniß in einer solchen Kommission dem Allgemeinwohl sehr zu statten kommen würde.

Vorsitzender: Es ist neu in Ihren Ausführungen, daß Sie Normativbestimmungen für diese Nachrichten wünschen.

Sachv. **Wiener:** Diese würden Sache der Börsenbehörde sein.

Geheimer Ober Regierungsrath **Gamp:** Ich glaube, über die Zweckmäßigkeit solcher Publikationen kann man verschiedener Ansicht sein, ich stehe in dieser Beziehung auf einem ganz anderen Standpunkte, will aber diese Auseinandersetzung nicht weiter fortführen. Das muß ich allerdings zugeben, daß das ein Verfahren ist, dem man so weit wie möglich entgegentreten muß, daß die Gesellschaften monatelang ihre Verwaltungsergebnisse klarlegen und dann plötzlich, wenn es ihnen paßt,

gar nichts sagen; man könnte namentlich bei der Emission auswärtiger Aktien doch wohl den Bankiers irgend eine Verpflichtung in Bezug auf die Veröffentlichung der Geschäftsresultate, wenn auch nur auf eine gewisse Reihe von Jahren, auferlegen. Wer Northern Pacific-Aktien einführt, muß sich seinerseits eine Garantie schaffen, daß er mit solchen Leuten in Verbindung tritt, die ihm dann nachher das Material zur Beurtheilung der Geschäftsergebnisse liefern.

Bei der Besprechung der Frage der Nützlichkeit des Termingeschäfts, namentlich in Bergwerkspapieren, ist von verschiedenen Seiten als ein besonders durchschlagendes Moment für diese Nützlichkeit die Kursregulirung und die Kursbeeinflussung durch das sachverständige Publikum angeführt und dargelegt worden, daß darin eine große Garantie für die Zuverlässigkeit der Kursentwicklung liege, daß gewissermaßen die Intelligenz der ganzen Nation an der Festsetzung der Kurse mitarbeite, und jetzt hören wir, daß die Harpener Gesellschaft, für deren Aktien das Zeitgeschäft eingeführt ist, selbst jede Information ablehnt, daß sie, obwohl sie früher, als sie ein Interesse an der Spekulation hatte, die ganze Welt mit ihren Informationen überschüttete, jetzt diese künstlich zurückhält und wesentlich das erschwert, was man als den Zweck des Zeitgeschäfts vorzugsweise bezeichnet hat. Ich glaube, man könnte doch gegen eine solche Gesellschaft, die mit Absicht solche Informationen vorenthält, die nothwendig sind, um ein richtiges Urtheil über die Kurse und deren Entwicklung zu haben, einfach dadurch vorgehen, daß man deren Aktien von dem Kurszettel streicht und sie nicht mehr auf Zeit handeln läßt. Nach den Mittheilungen, die uns gemacht sind, würde das eine so empfindliche pekuniäre Strafe sein, daß die Gesellschaft wohl zu einem anderen Auftreten veranlaßt werden würde.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Ich habe nicht die ganzen Ausführungen des Herrn Sachverständigen mit angehört, ich bitte um Entschuldigung, wenn ich hier etwas sage, was vielleicht nicht ganz im Einklang mit seinen Ausführungen steht. Ich wollte den Herrn Sachverständigen fragen, ob seiner Ansicht nach die Verpflichtung der Emissionshäuser, die Presse mit Nachrichten zu versehen, so weit gehen soll, daß, wenn ein Emissionshaus in einer gewissen Zeit zu einem gewissen Kurse eine Anleihe an den Markt bringen will, es von da an, wenn auch noch Wochen bis zu diesem Zeitpunkte hingehen, die Presse mit Nachrichten über den Zeitpunkt, über den Kurs der Emission u. s. w. versehen soll.

Sachv. **Wiener:** Ich muß sagen, daß ich nicht ganz verstanden habe, wonach ich hier befragt bin. Darf ich die Frage so wiederholen, wie ich sie aufgefaßt habe? Ich glaube gefragt zu sein, ob, wenn ein Institut ein Papier emittirt, von dem Augenblick der Absicht zur Emission bis zur Ausführung der Emission dem Emissionsinstitut auferlegt werden soll, das Publikum zu informiren.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Jawohl, das war es.

Sachv. **Wiener:** Bei jeder Emission oder bei Anleihepapieren?

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Bei jedem Papier.

Sachv. **Wiener:** Ich glaube, im Allgemeinen ist der Uebelstand, der in Bezug auf das Nachrichtenwesen zu beklagen ist, nicht darin zu suchen, daß die Emissionshäuser in der Zeit, in der sie emittiren, zu wenig Mittheilungen machen.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Ich meine wahre Mittheilungen.

Sachv. **Wiener:** In den meisten Fällen sind sie doch wohl mehr oder minder wahr.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Ich glaubte verstanden zu haben, daß der Herr Sachverständige den Emissionshäuseen zum Vorwurf macht, daß sie die Presse nicht genügend mit Mittheilungen versehen.

Sachv. **Wiener:** Nachdem sie emittirt haben.

Geheimer Ober-Finanzrath **von Koenen:** Ja so, ich hatte anders verstanden.

Freiherr **von Huene:** Die Anregung ist gewiß nicht ohne Interesse, ich möchte nur der praktischen Lösung der Sache etwas näher treten. Der Herr Sachverständige sagt, die Börsenkommission solle gewisse Normativbestimmungen geben und über deren Beobachtung wachen. Ich frage mich, wo sollen die Publikationen stattfinden, etwa im „Reichsanzeiger“, oder soll ein offizielles Organ geschaffen werden, ein besonderer Börsenanzeiger, wo in dem Umfange, wie es nach den Normativbestimmungen verlangt wird, von Zeit zu Zeit periodisch in vorgeschriebenen Fristen kurze Notizen gegeben würden, so daß die ganze Tagespresse in die Lage käme, Kenntniß von diesen Notizen zu bekommen, und nicht dieses oder jenes Blatt? Letzteres würde die Börsenkommission nicht überwachen können. Soll daran eine Strafe geknüpft werden, wenn ein solches Institut dem nicht nachkommt, nicht bloß bei der Emission, sondern auch später die Notizen verweigert, wenn das Haus die Sachen nicht anzeigt?

Sachv. **Wiener:** Ich freue mich, daß Herr von Huene mir hiermit eine Frage vorgelegt hat, die sich sehr leicht beantworten läßt. Meines Erachtens würde die Veröffentlichung im „Reichsanzeiger“ und ein Aushang an der Borse genügen, das würde für die Praxis vollständig ausreichen. Es giebt wohl keine Zeitung, die den „Reichsanzeiger“ nicht liest; die Zeitungen könnten daraus ihre Informationen schöpfen und sie dem Publikum mittheilen. Ein Aushang an der Börse würde vielleicht ein noch direkterer Weg sein, um die Informationen bekannt werden zu lassen.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Es ist gesagt worden: es erscheinen über ein Unternehmen eine Zeit lang Nachrichten, und nachher ist von keiner Seite etwas zu erlangen. Nun habe ich schon durch eine Privatanfrage bei Herrn Wiener, die er so gütig war mir zu beantworten, festgestellt, daß in einem Falle, den er genannt hat, die Nachrichten, die eine Zeit lang erschienen sind, nicht von der Direktion herrührten, sondern von anderer Seite, also, wie ich annehme, von Seiten eines wahrscheinlich interessirten Spekulanten; die Nachrichten selbst mögen richtig gewesen sein. Da frage ich doch Herrn Wiener, glaubt er nicht, daß eine Zeitung, wenn sie von einer Seite, die sie vielleicht an und für sich nicht gerade der Lüge beschuldigt, sondern von der sie annimmt, daß die Nachrichten zuverlässig sind, Nachrichten bekommt, auch eine gewisse Verpflichtung hat, zu sagen: ich bitte aber, diese Nachrichten mir nicht blos für einen Moment zu geben, sondern sie mir regelmäßig zukommen zu lassen, und ich glaube, daß die Presse dieser Verpflichtung sehr leicht würde genügen konnen, denn sie würde dem betreffenden Herrn sagen können: wenn du das nicht versprichst, so nehme ich auch deine Nachricht nicht auf, an deren Verbreitung dir gelegen ist. Ich mochte fragen, ob dadurch nicht in der That ein Theil dieser Uebelstände befriedigend beseitigt sein würde.

Sachv. **Wiener:** Ich habe zu erwidern, daß ich auch in diesem Falle keine Veranlassung habe, die Namen nicht zu nennen, um welche es sich handelt; es handelt sich darum, daß Monatsausweise der Harpener Bergwerksgesellschaft mit einer gewissen Regelmäßigkeit veröffentlicht wurden. Die Harpener Bergwerksgesellschaft that es nicht direkt, sie hat dazu keinerlei Verpflichtung und vielleicht auch nicht einmal ein Interesse daran. Das Interesse war jedenfalls auf

Seite des Bankiers zu finden, dieser ist die Berliner Handelsgesellschaft, deren Direktion und Aufsichtsrath in der Harpener Gesellschaft vertreten sind. Die Berliner Handelsgesellschaft verschafft sich als große Interessentin die betreffenden Angaben, die Harpener Bergwerksgesellschaft ist im Stande, sie ihr zu geben, und hat nichts dagegen einzuwenden, daß sie veröffentlicht werden. In diesem besonderen Falle, meine ich, würde sich die Beschwerde gegen die Berliner Handelsgesellschaft richten, welche im Interesse ihrer großen Spekulationen in dem Papier und im Interesse anderweitiger Operationen, die sie vornahm — sie hat sehr große Emissionen neuer Harpener Aktien gemacht u. s. w. —, sich das hat zu Schulden kommen lassen, daß sie zuerst Mittheilungen machte, und von dem Augenblick an, in dem es ihr nicht mehr paßt, für das Publikum dies aber gleichwohl von großem Interesse sein kann, diese Mittheilungen vorenthält. Wenn wir aus diesem Falle eine praktische Lehre ziehen wollen, so wäre es die, der Berliner Handelsgesellschaft bei der nächsten Emission vorzuhalten: nur wenn du dich verpflichtest, bei der neuen Emission, die du unternimmst, andere Grundsätze, soweit wir sie für diese Kategorie von Papieren in den Normativbestimmungen festgestellt haben, zu beobachten, lassen wir die Emission zu.

Geheimer Kommerzienrath **Frentzel:** Ich möchte die Frage stellen, hatte in diesem bestimmten Falle die Berliner Handelsgesellschaft die Mittheilungen unter ihrem Namen veröffentlicht oder hatte sie den verschiedenen Blättern die Daten gegeben, und haben die Blätter das im redaktionellen Theile veröffentlicht?

Sachv. **Wiener:** Die Presse hat das größte Interesse daran, solche Mittheilungen möglichst häufig zu machen, aus dem einfachen Grunde, weil das Publikum nach solchen Mittheilungen ein Verlangen hat. Nun sagt Herr Geheimrath Frentzel: Dann ist es Sache der Presse, einem solchen Bankhaus zu sagen, die Nachrichten nehmen wir nur auf, wenn du dich verpflichtest, sie dauernd uns zu geben. Der Presse gegenüber würde eine solche Gesellschaft aber eine solche Bedingung nicht eingehen, wir können auch in allem Ernst diese Bedingung nicht stellen; denn sind wir schon in einer peinlichen Lage, später unseren Lesern die Mittheilungen vorenthalten zu müssen, weil sie uns vorenthalten werden, so würden wir ein doppeltes Versehen unseren Lesern gegenüber begehen, wenn wir in der Zeit, in der diese Mittheilungen gemacht werden, sie unseren Lesern vorenthalten würden. Das ist ein ganz ungangbarer Weg.

Vorsitzender: Ich glaube, wir haben diesen Gedanken erschöpfend erörtert und können zu einem anderen Punkte übergehen. Wir kommen zu dem Kommissionsgeschäft. Haben Sie hier besondere Mißstände wahrgenommen?

Sachv. **Cohnstädt:** Darf ich ein Wort zu dem Vorausgegangenen noch anfügen? Ich bin nicht in jedem einzelnen Punkt mit dem einverstanden, was vorgebracht worden ist, aber ich glaube, es geht aus dem gestern von mir Ausgeführten hervor, daß ich für die weiteste Information des Publikums bin. Ich bin nicht in dem Sinne dafür, daß man den Leuten das Geschäft unmöglich macht, nicht, daß ich, um ein Beispiel herauszugreifen, von einer Firma, wenn sie ein Emissionsgeschäft machen will, beanspruche, daß sie, ehe die Sache für die Emission reif ist, Mittheilungen macht, aber ich bin im Wesentlichen dafür, daß es, soweit es nicht schädlich ist, geschieht. Wenn ferner die Kommission sich entschließen wollte, was ich für sehr wünschenswerth halte, der Anregung des Herrn Christians zu folgen, daß die Nichtpublikation von Bilanzen strenger bestraft werden soll, als mit der Ordnungsstrafe von 3 Mark, so würde ich dafür sein, daß die Veröffentlichung des Gewinn- und Verlustkonto in anderer Weise zur Pflicht gemacht wird, als sie zuweilen jetzt geschieht: man veröffentlicht statt der einzelnen Gewinne nur den Gewinn-

saldo auf der einen Seite, auf der anderen Seite die Ausgabe und die Uebertragung des Gewinns.

Vorsitzender: Sie wollen die Strafbestimmung auf diesen Fall auch ausdehnen. — Wollen Sie sich nun über das Kommissionsgeschäft äußern.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich habe darüber nichts Besonderes zu bemerken, insofern als nichts an mich herangetreten ist, was als gemeinschädlicher Vorfall zu betrachten wäre, es sei denn, daß es sich um das Depositenwesen handelt, dieses ist aber, soviel ich weiß, von der Erörterung ausgeschlossen und würde an sich einer sehr umfangreichen Erörterung bedürfen. Wenn ich davon absehe, habe ich nichts zu bemerken.

Vorsitzender: Damit steht in Verbindung die Frage 21, betreffend den Eintritt des Kommissionärs als Selbstkontrahent.

Sachv. **Cohnstädt:** Darf ich vielleicht zunächst Frage 20 kurz mit ein paar Worten beantworten. Die ganze Einrichtung in Bezug auf Anschaffung inländischer solider Papiere könnte sich ausschließlich nur auf unsere Staatspapiere beziehen. Kann man das Publikum anregen, daß es sich mehr, als es bisher der Fall ist, den ersten deutschen Anleihewerthen zuwendet, so ist das wünschenswerth, ich habe mit meiner ganzen Kraft dafür gearbeitet, so wenig ich sonst irgend welche Rathschläge zu geben pflege; allein öffentliche Kassen damit zu betrauen, daß sie Aufträge entgegennehmen, wird, glaube ich, von sehr geringem Werthe sein aus dem einfachen Grunde, weil heute schon jede Reichsbankstelle bereit ist, solche Aufträge entgegenzunehmen, und weil eine ganze Unmasse von Vermittlern in Deutschland existirt, die dasselbe thun. Ich glaube, daß, wenn man in Preußen die Kreiskassen oder ähnliche Stellen beauftragte, dies kein wesentlicher Unterschied sein würde. Was Frage 21 anlangt, den Eintritt des Kommissionärs als Selbstkontrahent, so muß ich sagen, daß ich nicht glaube, daß es einen sehr wesentlichen Unterschied machen würde. Eine unmittelbare Wirkung würde das Verbot, als Selbstkontrahent einzutreten, haben, eine unerwünschte Wirkung für das Publikum, eine Benachtheiligung. Die Vermittler haben an der Londoner Börse die Gepflogenheit, daß, wenn sie einen Auftrag haben, zu kaufen und gleichzeitig zu verkaufen, und wenn sie auch noch andere Ordres haben, sie diese nicht in sich kompensiren, obwohl sie entsprechende Aufträge haben, sondern Alles an der Börse ausführen. Demgemäß rechnet der Vermittler dort auch eine entsprechend hohe Provision. Ich glaube, daß, wenn man es dem Kommissionär verbieten würde, als Selbstkontrahent einzutreten, man ihm Wege, die absolut legal sind — von den illegalen spreche ich im Augenblicke nicht — verschließen und ihn zwingen würde, das Publikum theurer zu bedienen, als es heute der Fall ist. Wenn er als Selbstkontrahent eintreten darf, so ist er in der Lage, für seine Rechnung zu arbitragiren, er kann, wenn er glaubt, in diesem Augenblicke das Papier nicht billiger bekommen zu können, oder wenn er glaubt, es wo anders billiger bekommen zu können, für sich auf sein Risiko Arbitrage machen, dadurch bietet sich ihm eine Chance, die ihm einen Vortheil gewährt, der dem Kommittenten nicht schadet; er kann Fälle kompensiren, in diesem Falle tritt er als Selbstkontrahent ein, er erspart dann Courtage, die er anrechnen darf, er macht zwei Geschäfte zu gleicher Zeit. Diese Einrichtung ist es, glaube ich, welche im Wesentlichen dahin führt, daß man sich in Deutschland mit außerordentlich geringen Provisionen begnügt, und die eine sehr große Konkurrenz zum Vortheil des Publikums gebracht hat.

Vorsitzender: Wie mag es zugehen, daß sich dieses Selbsteintrittsrecht in England nicht entwickelt hat?

Sachv. **Cohnstädt:** Darüber bin ich nicht informirt, ich kann höchstens die Vermuthung haben, daß es darin seinen

Grund hat, daß der Engländer, wie man weiß, auf allen Gebieten an alten überbrachten Formen sehr zähe festhält.

Vorsitzender: Beispielsweise wenn die Brokers mit der Anschaffung von Konsols beauftragt werden, bezeichnen sie sich als Mitkontrahent.

Sachv. **Kahnstädt:** Aber sie kompensiren dort nicht — das hat man mir berichtet, ich kenne es nicht aus eigener Erfahrung —, sie führen Alles streng gewissenhaft aus und beeinflussen oft den Kurs, was ein geschickter Kommissionär hier verhüten würde; wenn er eine Ordre bekommt, die so sehr wirkt, daß sie den Kurs wesentlich beeinflußt, so läßt das der Londoner Kommissionär ruhig geschehen, zum Nachtheil des Kommittenten, was der reelle Kommissionär in Deutschland zu vermeiden suchen würde. Ich will damit nicht etwa Unberechtigtes vertheidigen, es kommen wohl auch bei uns Fälle vor, daß ein Kommissionär dies benützt, um sich einen illegalen Vortheil zu verschaffen, daß er, um ein Wort zu gebrauchen, das sich in die Wissenschaft eingeführt hat, einen Schnitt dabei macht, daß er sich Nebenvortheile dabei schafft, die unter Umständen sogar die Natur des Betrügerischen haben können, die jedenfalls unreell und unehrlich sein können und in manchen Fällen auch wohl sind, allein ich glaube, daß, wenn der Kunde in solcher Weise benachtheiligt wird, in der Regel, und zwar ganz besonders im Terminhandel, wo die Augenblicksschwankungen klein sind, diese Schädigungen keine sehr großen sind, es werden kleine Differenzen sein, und ich sehe nicht ein, wie man eingreifen kann, um hier zu kontroliren. Vielleicht würde es gut sein, dem Kommissionär vorzuschreiben, daß er zu erklären hat, ob er selbst eintreten will.

Vorsitzender: Wann soll er diese Erklärung abgeben?

Sachv. **Kohnstädt:** In dem Augenblick der Ausführung.

Vorsitzender: Eine sehr erhebliche Aenderung des Gesetzes würde dadurch nicht eintreten, denn schon jetzt hat, wenn ein Anderer nicht genannt ist, der Kommittent das Recht, den Kommissionär als Selbstkontrahent zu behandeln.

Sachv. **Kahnstädt:** Ich sage, die Einrichtung würde vielleicht eine Einschränkung sein, daß unter Umständen das Eine oder das Andere beseitigt würde.

Vorsitzender: Man würde es vielleicht in den Schlußschein aufnehmen oder sonst erkenntlich machen, daß der Selbsteintritt immer stattfindet.

Sachv. **Kohnstädt:** Der Zusatz, den der Fragesteller gemacht hat: „ungeachtet der bisherigen Verbindung von Eigen- und Kommissionshandel in Deutschland", scheint mir sehr viel Berechtigung für sich zu haben. Ich möchte mir da nur allgemein das eine Wort erlauben, daß es in der That wichtig ist, das historisch Gewordene wohl zu beachten. Es ist sehr leicht, durch einen Eingriff von oben die geschäftlichen Gewohnheiten auf den Kopf zu stellen, man kann das Geschäft auf ganz neue Bahnen drängen, das Publikum auch zwingen, daß es sich daran gewöhnt, und es kann dies unter Umständen ohne sehr wesentlichen Schaden geschehen, aber es ist doch immer die Gefahr vorhanden, daß man nicht bloß wirkliche Auswüchse und greifbare Mißstände beseitigt, daß man in der lobenswerthesten Absicht, die Fäulniß und die Gefahr eines Mißbrauchs zu beseitigen, sehr oft in lebendes Fleisch schneidet, daß man dem Organismus schadet, und das ist etwas, was auf das Aeußerste zu bedauern wäre. Deutschland hat besonders seit dem Jahre 1870 große Erfolge auf dem Börsengebiete errungen, das ist von außerordentlichem Werth für unseren Wirthschaftsbetrieb; würde man diese geschäftliche Thätigkeit und Entwicklung stören, so könnte das allerdings zu bedauerlichen Folgen führen.

Vorsitzender: Würden Sie eine Einschränkung oder Aufhebung des gesetzlichen Pfandrechts des Kommissionärs, namentlich aus laufenden Geschäften, befürworten?

Sachv. **Cohnstädt:** Das muß ich im Interesse der Solidität verneinen. Ich glaube und fürchte, daß, wenn man das gesetzliche Pfandrecht nicht zuläßt, vorausgesetzt, daß dies nicht in anderer Weise umgangen wird, was auch möglich wäre, das Geschäft unsolid werden wird.

Vorsitzender: In Verbindung mit der Bestimmung, daß, wenn es sich um fremdes Eigenthum handelt, auf Grund des gesetzlich bestehenden Rechtszustandes der Kommissionär ein Pandrecht oder Eigenthum daran dennoch erwerben kann, sind Uebelstände wahrgenommen worden.

Sachv. **Cohnstädt:** Eine sehr große Gefahr, die ich beim Depositenverkehr hatte besprechen müssen.

Vorsitzender: Sie meinen, das gehört mehr dort hinein.

Sachv. **Cohnstädt:** Ich glaube, es hängt damit zusammen, daß wir Inhaberpapiere haben. Die Gefahr ist die gleiche.

Sachv. **Christians:** Ich schließe mich den Ausführungen des Herrn Cohnstädt an, indem ich namentlich in Bezug auf das Recht des Selbsteintritts des Bankiers noch bemerken möchte, daß es nach meiner Ansicht sehr große Nachtheile haben würde, wenn man dem Bankier dieses Recht nehmen wollte. Nehmen Sie z. B. eine große Bank, wie wir deren hier mehrere haben, wenn diese jeden ihrer Aufträge an der Börse dem Makler übergeben und jeden einzeln ausführen lassen wollte, so würde sie in vielen Fällen durch die Masse dieser einzelnen Aufträge den Kurs in ganz merkwürdiger Weise beeinflussen müssen, was sie sehr gut vermeidet, indem sie den Saldo ausführen läßt.

Vorsitzender: Die Sache hat ihre Kehrseite.

Sachv. **Christians:** Man kann sagen, sie hat ihre Kehrseite, es wäre richtig, daß man den Kurs sich entwickeln ließe, er würde sich dann ganz richtig stellen, aber es ist sehr die Frage, ob die betreffenden Auftraggeber, wenn sie zur Stelle wären und sähen, was sie mit ihren Aufträgen anrichten, nicht sagen würden: nein, so will ich nicht verkaufen. Es ist viel für und gegen gesprochen worden, aber ich finde, auch der Punkt ist durchaus richtig, den Herr Cohnstädt hervorgehoben hat: die billige Bankprovision, deren wir uns hier in Deutschland erfreuen, die ja zuweilen eine Schleuderprovision ist, wäre nicht möglich, wenn das Recht des Selbsteintritts nicht wäre. Ich finde, das ganze Geschäft würde von Grund auf sehr aufgewühlt werden, wenn dieses Recht aufgehoben würde, sodaß ich durchaus dagegen bin.

Vorsitzender: Hinsichtlich des Pfandrechts würden Sie keine Vorschläge machen?

Sachv. **Christians:** Dazu würde ich vorschlagen, daß der Kommissionär Effekten, auf welche er Vorschüsse gegeben oder welche er für Rechnung des Kommittenten gegen Theilzahlung angeschafft hat, nur auf Grund ausdrücklicher Einwilligung des Kommittenten, vielleicht durch notariellen Akt, verpfänden darf. Einen solchen Passus würde ich aufnehmen.

Vorsitzender: Haben Sie in dieser Beziehung Uebelstände wahrgenommen, daß Sie diesen Vorschlag machen?

Sachv. **Christians:** Der Kommissionär hat vielleicht 50 Prozent Vorschuß gegeben und läßt sich bei einem anderen Bankier 60 oder 70 Prozent darauf geben, so hat er nicht Kredit gegeben, sondern Kredit genommen, der Eigenthümer des Papiers weiß nichts davon. Der Bankier hat kein Recht zu einer weiteren Verpfändung, ohne daß der Eigenthümer Kenntniß davon bekommt.

Vorsitzender: In der Praxis ist dagegen gefehlt worden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Um auf diesen letzten Punkt zu kommen, Sie sprachen vom Verpfänden, Sie sprachen aber auch vom Veräußern und meinten — —

Sachv. **Christians** (einfallend): Pardon, ich sprach nur vom Verpfänden.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich dächte, Sie sprachen auch vom Veräußern. Würde Ihnen nicht berechtigt erscheinen, von dem Grundsatz, daß an sich der Kommissionär das Wahlrecht hat eine Ausnahme zu machen, wenn es sich um Zeitgeschäfte handelt, in dem Sinne, der Kommissionär solle zu dem Wahlrecht nur berechtigt sein, wenn der Kommittent es ihm ausdrücklich gewährt hat? Es ist wiederholt davon die Rede gewesen, daß bei diesen Geschäften eine Interessenkollision eintritt oder wenigstens möglich ist, sobald der Kommissionär von dem Selbsteintrittsrecht Gebrauch macht, ohne wirklich das Geschäft auszuführen. Sie sagten vorhin, daß es ein besonderer Vortheil sei, daß er das Geschäft nicht auszuführen brauchte, und erwähnten, die einzelnen Falle könnten verschieden geartet sein, es könnte unter Umständen dem Interesse des Kommittenten sehr entsprechen, daß das Geschäft nicht gemacht wird, unter Umständen aber auch, daß es gemacht wird. Das wäre auf dem Wege der individuellen Vereinbarung abzumachen. Es hat ein Sachverständiger aus einer großen Bank gesagt, der solide Bankier führe von den Geschäften, bezüglich deren er als Selbstkontrahent eintritt, 90 Prozent aus, es wäre ein sträflicher Leichtsinn, wenn er es nicht thäte. Schließlich mag man diese Sache ordnen wie man will, man läuft Gefahr, daß man durch eine neue Reversirung, die die Sache klarstellt, durch neue Geschäftsbedingungen allen den Erfordernissen nachkommt. Es wäre eine Bestimmung in dem Sinne möglich, daß man sagte: bei einem Auftrag zu einem Zeitgeschäft gehen wir zunächst davon aus, der Emittent will, wenn er nichts Anderes gesagt hat, daß das Geschäft mit Dritten gemacht werde, und, wenn der Kommissionär berechtigt sein soll, das Geschäft in sich zu machen, so soll er eine ausdrückliche Genehmigung des Kommittenten besitzen, die nicht im Voraus in den allgemeinen Geschäftsbedingungen beruhen soll, sondern konkret für das besondere Geschäft ertheilt sein muß. Würden Sie sich einen gewissen Vortheil von einer solchen Bestimmung versprechen? Heute wird wiederholt von den Kommittenten, namentlich in Prozessen gesagt: es ist von mir ein Revers unterzeichnet worden, wonach mein Kommissionär auch als Selbstkontrahent auftreten darf, aber ich habe nicht verstanden, daß er das Geschäft demnach gar nicht effektiv auszuführen braucht, daß er mein Gegenspekulant sein könnte, daß er, als er mir sagte, ich sollte das Geschäft eingehen, ein Interesse daran hatte, daß ich den Rath befolge. Würden Sie sich von einem solchen Vorschlage etwas versprechen?

Sachv. **Christians:** Zum Selbsteintritt gehört selbstverständlich auch das Recht der Kompensation. Ohne dieses Recht der Kompensation, ohne mit den beiderseitigen Aufträgen an den Markt zu gehen, würde das Selbsteintrittsrecht in sehr wenigen Fällen von dem Bankier benutzt werden, wohl niemals. Praktisch gestaltet es sich ja, daß der solide Bankier, der ein Kommissionsgeschäft betreibt und nicht selbst Spekulant ist, die beiderseitigen Aufträge, Kauf und Verkauf, ja weit kompensirt, als die gegenseitigen Limiten das gestatten, und da sehe ich in der That in dieser Art von Geschäft keinen Nachtheil. Die übrigen Fälle kommen auch vor, wo der Bankier sich als Spekulant seinen Kunden gegenüber stellt, das halte ich allerdings für schädlich, es mag hier und da vorkommen, in der guten Bankwelt kommt es nicht vor, und wenn man dagegen etwas machen will, so mag es geschehen; ob es sich aber lohnt, gegen diese einzelnen Fälle eine allgemeine Bestimmung zu erlassen, möchte ich bezweifeln. Der Schaden,

den man mit der Aufhebung des Selbsteintrittsrechts und des Kompensationsrechts anrichten würde, würde sehr viel größer sein, als der Nutzen, den man stiftet, wenn man ein derartiges Verbot erließe.

Vorsitzender: Würden Sie eine Aenderung in der Beziehung befürworten, daß eine sofortige Anzeige erfolgen muß?

Sachv. **Christians:** Daß der Kommissionär sagt, ich will das Geschäft selbst machen?

Vorsitzender: Eine Kompensation ist nur möglich, indem das Geschäft durch den Kommissionär hindurchgeht, indem er Aufträge verschiedener Leute ausführt. Das müßte er nach Ihrer Ansicht sofort sagen.

Sachv. **Christians:** Dagegen müßte ich nichts einzuwenden. Wenn er in den Geschäftsbedingungen sagt: ich trete als Selbstkontrahent ein, so kann er in jedem einzelnen Falle erklären: ich habe das abgenommen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Dieser Vorschlag würde wohl zu nichts Anderem führen, als daß immer gesagt würde: ich trete als Selbstkontrahent ein. Ich habe mir die Frage vorgelegt, ich denke mir, ein Kommissionär hat in einem Effekt in Höhe von 40 000 Mark, etwa für vier Kommittenten je 10 000 Mark Einkaufsaufträge. Er hat zur Deckung 10 000 Mark Effekten auf Lager. 20 000 Mark kann er im Wege der Kompensation erledigen, weil ihm ein solcher Betrag mit Verkaufsauftrag von einem anderen Kommittenten angestellt ist. 10 000 Mark Effekten kauft er bei Dritten. Wird er bei Ausführung der vier Aufträge und bei den Ausführungsanzeigen die einzelnen Aufträge in Bezug auf die dafür vorhandenen drei Deckungen scheiden und sich binden wollen, für den einzelnen Auftrag gerade eine bestimmte der drei Deckungen zu verwenden? Ich meine, er reflektirt nicht gesondert in Bezug der einzelnen vier Geschäfte, und er wird auch Freiheit in Betreff der Reihenfolge behalten müssen, in der er die Deckungen verwendet. Je nachdem er dem einen oder anderen der Kommittenten zuerst liefern muß und die eine oder andere Deckung ihm früher zur Verfügung steht — Friktionen werden sich freilich bei Produkten leichter als bei Börseneffekten ereignen —, wird er die Deckungen verwenden. Ich glaube daher, es mag eine Zweckmäßigkeit haben, auszusprechen, daß der Kommissionär sich bald erkläre, aber er wird immer erklären, er trete als Selbstkontrahent ein.

Sachv. **Christians:** Es ist im Prozeß Polke auch eine sehr interessante Sache vorgekommen, die in das Depotgeschäft gehört, ich hatte mir deshalb notirt, wie eine gesetzliche Bestimmung da eigentlich nothwendig wäre. Es wäre zu bestimmen, daß ein Bankier sich strafbar macht, der als Pfand oder zur Aufbewahrung gegebene Effekten zu Privatzwecken benutzt, abgesehen davon, ob er sie ersetzen kann, denn das ist das Kriterium in der Rechtsprechung gewesen, ob er im Stande wäre, den Betrag zu ersetzen, beispielsweise, wenn er die Papiere benutzte, um seiner Lieferungspflicht als Blankoverkäufer zu genügen. In dem Prozeß Polke ist nämlich konstatirt worden, daß Polke während eines halben Jahres vielfach mehr Fassonschmiedeaktien verkauft hatte, als er besaß. Das ist vor Gericht konstatirt worden, es war von „Minusbeständen“ die Rede, es ist aber unaufgeklärt geblieben, mit welchen Stücken Polke in dieser Zeit seiner Lieferungspflicht genügte. Ein Sachverständiger erklärte, auf Grund der Geschäftsbedingungen sei dieses Fixen eine berechtigte Handlung des Polke gewesen, woraus geschlossen werden muß, daß er die seinen Kunden gehörigen Aktien zur Lieferung bei seinen Blankoverkäufen benutzt hat. Das ist, was man an der Börse das Spielen auf dem Rücken der Kunden nennt.

Vorsitzender: Das wollen Sie durch eine Strafbestimmung hindern? Es ist in der Rechtsprechung streitig gewesen,

ob man dem beikommen kann. In neuerer Zeit ist man in dieser Beziehung strenger geworden.

Sachv. **Christians:** In diesem Falle ist man dem nicht beigekommen.

Senatspräsident Dr. **Wiener:** Ich glaube, er hat die Stücke nicht hineingelegt, dann kann man nichts unterschlagen; etwas, was nicht da ist, kann man nicht unterschlagen.

Sachv. **Christians:** Dann ist es erst recht bedenklich, dann ist von Anfang an das Depot benutzt worden; es handelt sich also um den sogenannten Eigenthumsübergang.

Vorsitzender: Es ist eine gefährliche Handlung, wenn man mit dem Depot eines Anderen solche geschäftliche Operationen vornimmt. Deshalb ließe sich wohl überlegen, ob nicht eine Strafbestimmung nützlich wäre. Es kann der Bankier dadurch fortwährend die Interessen Anderer schädigen.

Sachv. Dr. **Müller:** Ich habe nichts zu bemerken.

Sachv. **Wiener:** Zu 20 möchte ich sagen, daß die Anschaffung inländischer solider Papiere eine Erleichterung in soweit erfahren sollte, als es sich um inländische Staatsanleihen handelt; in dem Fragebogen scheint mir der Ausdruck zu vage. Zu Frage 21 möchte ich bemerken, daß die Institution, daß der Kommissionär als Selbstkontrahent eintreten darf, mir eine Forderung des entwickelten Verkehrs zu sein scheint. Zu einer Bemerkung des Herrn Senatspräsidenten Wiener habe ich zu erwidern, daß keine Gründe vorliegen, dem Kommissionär dieses Recht für alle Fälle zu verbieten, daß aber die Verpflichtung, sofort mitzutheilen, ob er als Selbstkontrahent eintritt, zur Folge haben müßte, daß er jedesmal die Erklärung abgiebt, als Selbstkontrahent einzutreten. Denn würde er auch von vornherein diese Absicht nicht gehabt, der Selbsteintritt sich aber für ihn weiterhin als wünschenswerth herausgestellt haben, so könnte er diese Rolle doch nur übernehmen, wenn er von vornherein eine entsprechende Erklärung abgegeben. Die Beseitigung der Bestimmung, daß der Kommissionär als Selbstkontrahent eintreten darf, hatte hauptsächlich eine Bedeutung mit Rücksicht auf den „Schnitt", der eine recht schlimme Erscheinung darstellt, nicht bloß insofern, als es sich dabei um die Schädigung des Publikums mit $^{1}/_{8}$ oder $^{1}/_{4}$ Prozent handelt, um welches das Publikum geschnitten wird, sondern auch, weil die Rücksicht auf den Schnitt dem Bankier oft erst den Reiz giebt, das Publikum zum Wechseln von Effekten und zur Spekulation überhaupt zu veranlassen. Aber ich meine, daß gegen den Schnitt eine Sicherung auch gegenwärtig schon gegeben ist; wer zum ersten Kurse in Ordre giebt, ist gesichert, daß der Bankier ihn schneidet. Dasjenige Publikum aber, das die Schwankungen an der Börse ausnutzen will und dem Bankier Gelegenheit giebt, die Schwankungen während der Börse zum „Schneiden" zu benutzen, scheint mir von Spielern gebildet zu werden, wegen deren es nach meiner Ansicht nicht geeignet erscheint, gesetzgeberisch einzugreifen und die Institution des Selbsteintritts zu beseitigen, die nach anderen Richtungen hin ihren Werth hat. Der Frage 22 möchte ich in der Beschränkung beistimmen, die Herr Christians in Bezug auf die weitere Verpfändung der Pfänder ausgesprochen sehen möchte, im Uebrigen bin ich der Meinung, daß für den legitimen Verkehr durch die bestehenden Bestimmungen Rechnung getragen ist. Die Scheu des Publikums vor der Börse wesentlich zu reduziren, indem man die Handhaben des Bankiers sehr beschränkt, scheint mir nicht die Aufgabe der Börsenreform. Die Börsenreform scheint mir die Vorsicht des Publikums vor der Börse schärfen zu sollen, nicht die Scheu des Bankiers vor dem Publikum. Wenn der Bankier die entsprechenden Handhaben besitzt, um seine Forderungen gegenüber dem Publikum einzutreiben, so ist das allenfalls ein Mittel, welches das Publikum abhält, sich mit dem ersten besten Bankier einzu-

lassen, während, wenn die Handhaben des Bankiers sehr beschränkt würden, das Publikum sich um so mehr herausgefordert sähe, zu spekuliren.

Vorsitzender: Ueber den letzten Punkt, das Fixgeschäft, haben Sie nichts Besonderes zu bemerken?

Sachv. **Kohnstädt:** Wenn ich annehme, daß Artikel 357 des Handelsgesetzbuchs die Möglichkeit, die Differenz zu nehmen, enthält, so sehe ich nicht, was geändert werden könnte, wenn man diese Bestimmung abändern wollte. Es ist nur eine Erleichterung des Abrechnens, und nichts weiter.

Vorsitzender: Ist es nicht auch ein recht erheblicher Unterschied, daß, während man bei gewöhnlichen Geschäften eine Frist zur Nachholung des Versäumten gewahren muß, das beim Fixgeschäft fortfällt?

Sachv. **Kohnstädt:** Ich glaube nicht, daß das von praktischer Tragweite ist.

Vorsitzender: Haben die Herren sonst noch etwas hierzu zu bemerken?

Sachv. **Christians:** Ich darf mir wohl gestatten, eine kleine Sache zur Sprache zu bringen, die nicht auf dem Fragebogen steht. In dem Prozesse Maaß kam der Fall vor, daß sein Kommis, sein Prokurist — erst sein Lehrling, dann sein Kommis und sein Prokurist — mitbestraft wurde, weil er mit betrogen hatte. Nun ist mir eingefallen, daß es sehr häufig vorkommt, daß junge, unselbstständige und unerfahrene Leute in kaufmännischen Geschäften durch ihre Prinzipale, zuerst ohne es oft sogar zu wissen, und jedenfalls in einer Zwangslage sich befindend, verführt werden, zu einem Betruge mitzuwirken. Der Buchhalter ist schon strafbar, wenn er auf Veranlassung des Prinzipals, aber wissentlich, eine falsche Buchung vornimmt, durch welche ein Anderer betrogen wird. Denken Sie sich einen unselbstständigen jungen Menschen, er steht vor der Wahl, entweder er wird brotlos, entlassen, seiner Stelle verlustig, wenn er sich weigert, eine solche Handlung, die ihm sein Prinzipal zumuthet, auszuführen, oder er macht sich mitschuldig, und thut er das Letztere, dann ist er für alle Folgezeit seinem Prinzipal verschrieben, dann hat der Letztere sich ein widerstandsunfähiges Werkzeug geschaffen. Da habe ich mir gedacht, es könnte vielleicht eine gesetzliche Bestimmung dahingehend erwirkt werden, daß der Handlungsgehilfe für betrügerische Handlungen seines Prinzipals, zu deren Ausführung er mitgewirkt hat, nur dann strafrechtlich verantwortlich gemacht werden kann, wenn er erstens den Betrug aus eigener unmittelbar gewinnsüchtiger Absicht vollbringen half, oder zweitens im Wiederholungsfalle auch ohne gewinnsüchtige Absicht. Der Mann wäre dann das erste Mal nicht gleich strafbar, er würde nicht gleich, besonders wenn er vielleicht verheirathet ist, seine Existenz dranzugeben brauchen, sondern könnte nachher gegen den Prinzipal auftreten, wenn es ihm gelungen wäre, eine andere Stellung zu finden, er könnte vor Allem nicht vom Prinzipal zum zweiten Mal gemißbraucht werden, was das Schlimmste ist.

Vorsitzender: Die Sache hat weniger mit dem Börsenwesen und den Mißständen auf diesem Gebiete zu thun. Den Schutz der Handlungsgehilfen haben wir nicht besonders zu erstreben; das sind vereinzelte Fälle auf einem ganz anderen Gebiet.

Dann würde ich den Herren Sachverständigen nur noch zu danken haben dafür, daß sie unserer Aufforderung bereitwillig gefolgt sind.

(Schluß 4½ Uhr.)